全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



大周期

政府智库实战派经济学家
权威解读经济新周期与未来财富增长点



large business cycle

人人都能读懂经济周期的第一书

找准未来10年投资机遇的必读书

滕泰▪著

专家推荐

燕京华侨大学校长、著名经济学家 **华 生**

财政部财政科学研究所所长 **贾 康**

国家信息中心预测部 **范剑平**

国务院发展研究中心

博士生导师、中国银 **巴曙松**

十八大之后，股市、楼市、黄金、大宗商品，

谁将是下一个周期的财富爆发点？

唯一多次应邀参加“中南海问策”的70后学者，

教你如何保值增值自己的财富

全国百佳图书出版单位
ARTTIME
时代出版传媒股份有限公司
安徽人民出版社

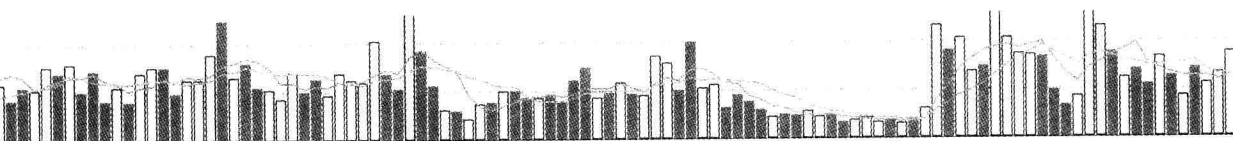
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大周期

政府智库实战派经济学家
权威解读经济新周期与未来财富增长点

large business cycle

滕泰 著



全国百佳图书出版单位
ARCTIME 时代出版
时代出版传媒股份有限公司
安徽人民出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

大周期 / 滕泰著 . —合肥 : 安徽人民出版社 , 2012.12
ISBN 978-7-212-06028-2

Ⅰ . ①大… Ⅱ . ①滕… Ⅲ . ①中国经济－经济周期分析
Ⅳ . ① F124.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 299609 号

大周期

作　　者 | 滕　泰
出 版 人 | 胡正义
策划监制 | 俞根勇
责任编辑 | 徐敏峰
责任印制 | 刘　银
营销支持 | 孙向雷
装帧设计 | 尚世视觉　赵芝英

出　　版 | 时代出版传媒股份有限公司　http://www.press-mart.com
安徽人民出版社　http://www.ahpeople.com
合肥市政务文化新区翡翠路 1118 号出版传媒广场 8 楼
邮编：230071
发　　行 | 北京时代华文书局有限公司
北京市东城区安定门外大街 138 号皇城国际大厦 A 座 8 楼
邮编：100011　电话：010 - 64267120　010 - 64267397
印　　刷 | 北京中印联印务有限公司　电话：010-87331056
（如发现印装质量问题，影响阅读，请与印刷厂联系调换）

开　　本 | 710×1000　1/16
印　　张 | 19
字　　数 | 350 千字
版　　次 | 2013 年 2 月第 1 版　2013 年 2 月第 1 次印刷
书　　号 | ISBN 978-7-212-06028-2
定　　价 | 42. 00 元

版权所有，侵权必究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序 言

“这是最好的时代，这是最坏的时代；这是智慧的时代，这是愚蠢的时代；这是信任的时期，这是怀疑的时期；这是光明的季节，这是黑暗的季节；这是希望的春天，这是失望的冬天；我们面前什么都有，我们又都一无所有……”

虽诞生于100多年前，这段话却是2008年全球金融危机爆发以来我们这个世界的真实写照。五年前，世界经济一片欣欣向荣之景，五年后，欧美经济举步维艰，救市之声不绝于耳；五年前，某国央行还为防止经济过热不断“踩刹车”，五年后，各国央行“踩油门”增加流动性之举却无法使经济重新焕发活力；五年前，华尔街的投资银行夜夜不眠，金钱似乎从没有停滞地流进华尔街精英的口袋，五年后，五大投资银行悉数倒闭重组，裁员的恐慌笼罩着金融行业；五年前，中国的投资者还在欢呼股市“万点论”，五年后，中国的资本市场却已哀鸿遍野，并不断有“鳄鱼进去、壁虎出来”这类嘲讽之语。五年，历史见证了一个完整的经济周期，而在周期的不同阶段，每个人都深切地感受到乐观、贪婪、不安、怀疑、担忧、恐惧、悲观……这一切是如何发生的？我们的经济出了什么问题？我们未来应该怎么办？

作为一名宏观经济的研究者、投行经济学家和资本市场的亲历者，笔者从多个角度深刻地体会着周期的不同阶段所带来的冲击：一方面作为投行经济学家要通过多维度宏微观指标的监测，对下一个阶段的经济走势做出自己的预测；另一方面要把这种预测转换为对股票市场、债券货币市场、房地产市场、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黄金与大宗商品市场等的具体投资策略；同时作为中央政府某些决策部门的专家库成员，还要在决策咨询会上提出具体的决策建议。事实上，无论对投资者建言，还是对国家经济决策者建言，其责任都是极其重大的。如今五年多过去，回首每个阶段所做的预测和政策建议，无论是被实践验证的还是没有被验证的，无论是被政府采纳的还是没有被采纳的，都变得格外有意义，因为这事关方法论、认识论和逻辑的问题，其中的经验和教训对未来的预测具有极其珍贵的价值。

2008年年初，美国次贷危机愈演愈烈，我强烈地感觉到世界经济格局和金融秩序即将发生重大变化，带着对次贷危机的一线体验，笔者结束了在美国沃顿商学院的访问学者历程，踏上了回国之路。回国之初，笔者感到国内对次贷危机的严重性估计不足，遂于2008年1月撰文指出“次贷危机将导致全球五年牛市的结束”。2008年9月雷曼倒闭引发全球金融海啸，中国自然也未能幸免，这直接导致了两个月后4万亿经济刺激计划的出台。2009年年初，国内舆论对经济前景一片悲观，笔者最早提出《中国经济已然触底，通缩与资产泡沫并存》——正是这篇研究报告，引起有关部门的关注，使我后来多次受邀参加央行、发改委、国务院研究室、中央政策研究室等决策部门的会议，甚至总理召开的专家咨询会，从而开始有越来越多的机会以市场派学者的身份参与政策决策。事实证明，我国GDP增速的确在2009年一季度见底回升，与此同时PPI和CPI继续低位运行，上证指数由年初的1800点最高上涨至3400点，而房地产价格自2009年二季度开始出现明显上涨——笔者在文中的三个判断全部得到验证。2010年，在全国一片“通胀来了”的恐惧声中，笔者出版《滕泰透视通胀》一书，提出了“通胀可怕，通胀恐惧更可怕，非理性通胀恐惧造成的政策超调最可怕”的观点，果然中国的CPI涨幅也如笔者所言开始回落直至今年的2%～3%。然而不幸的是，对通胀的非理性恐惧以及由此引发的政策超调也让中国经济陷入低迷。

多年来，作为唯一多次应邀参加“中南海”问策的70后学者，笔者每一次参加决策咨询会都认真调查研究，精心准备，希望自己的观点能够被决策层采纳。而当面对各种传统学术思想竞争，甚至感受到一些根深蒂固的错误思想一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时无法撼动时，又深深地感到影响力的微薄，多次让可能的正确决策失之交臂，或让那些操作难度极大的正确建议束之高阁。但是，无论如何，这些宝贵的经历却使得笔者能够从更高的决策角度更全面地看待中国经济的问题，并更加孜孜不倦地探索从根源上解决这些问题之道。

在笔者看来，国家的国力要强盛，民众的资产要增值，就必须摆脱对计划经济、鸟笼经济、凯恩斯主义或货币学派的生搬硬套，而需要从供给学派入手，从财富创造的源泉入手，通过制度改革、技术创新，实现从“库兹涅茨增长”到“熊彼特增长”和“斯密增长”模式的转变，通过减税、反垄断、放松管制、民营化、自由化等方法，让资本、技术、人口、资源和制度等一切制造财富的源泉充分涌流！为此，笔者不仅写了大量政策评论文章，还先后出版了《新财富论》、《财富的觉醒》等著作，对财富的创造、流动和分配进行阐述，并系统地提出“软财富战略”。而要让决策者真正理解并重视金融和资本市场，让投资者能分享中国经济增长的成果，则需要做更多的工作。尤其要让决策者破除对资本市场的偏见，恐怕要一代现代学者付出更长时间的努力，直到有一天决策者能够告别传统政治经济学带给他们的阴影。

2012年是玛雅人预言的世界末日，结果世界依然安好，中国的资本市场却十年涨幅为零。然而，笔者却坚信，这既是悲剧的结束，也是希望的新生。随着城市化进程的不断推进，金融自由化等制度的改革和创新势必使中国经济和资本市场焕发出新的活力。

本书中收录了笔者自2008年以来的代表性评论文章和近期最新研究成果，分为“改革”、“周期与增长”、“物价”、“对外开放”、“资本市场”、“楼市、黄金、大宗商品”、“未来展望”七个部分，不求给中国经济开出万灵药，只希望与读者分享笔者在过去五年中对于中国的宏观经济、资本市场的一些研究经验、教训、感触以及参与高层决策的一些体验，也希望书中提出的对股市、房地产和大宗商品的见解和研究方法可供读者借鉴，并帮助投资者认识经济周期，以及周期不同阶段各种资产价格的涨跌规律，从而有利于实现自己财富和资产更快地增值。站在新的政治周期和经济周期的起点，本书第七部分也结合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上一轮周期的经验，对未来中国的经济增长、货币政策走向、物价、房价、黄金价格、股票、PE等资产市场的走势以及未来的风险和收益做出了预测，供读者参考。

本书成稿过程中，嵇旭、刘晓亮、冯磊、刘薇等先后做了大量的整理工作，在此表示感谢。书中有疏漏之处，都由本人承担。

滕　泰

二零一二年十月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

CONTENTS

序 言/1

第一章

改革，让财富的源泉充分涌流

003 中国经济发展需要新动力
007 中国经济面临“中等收入陷阱”挑战
010 从“库兹涅茨增长”到“熊彼特增长”
014 中国硬财富vs美国软财富
017 告别凯恩斯主义经济增长，需要制度与技术创新
025 政策转型，战略转向
028 慎用货币政策，治理本轮通胀
032 勿患泡沫，勿忧通胀，勿信货币派
037 加快推进中国利率市场化改革

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章

周期与增长，预测得与失

045 经济触底通缩与资产泡沫并存
049 见底快回升慢“保八”仍有望
053 双轮驱动，U型增长
060 三大不稳定因素影响2010年经济
064 “M”头若隐若现，加息慎之又慎
069 世界经济不会“二次探底”
074 两币危机交替出现，全球继续为欧美埋单
077 “稳健”协奏曲之下，2011年中国经济将实现“软着陆”
082 用好“三把斧”，驱散经济阴霾

第三章

物价：牵动百姓和政策神经

091 过剩经济通胀不是主要矛盾，应更多关注核心CPI
094 货币政策有三种可选组合
098 认清通胀特点，增强政策针对性
103 劳动力成本上升对物价影响有限
111 不可高估输入型通胀压力
119 调控通胀，管好食品价格是关键
123 中国货币流向对物价和资产价格的影响及预测
135 中国要克服对通胀的恐惧
139 目前处通胀末期，应尽快下调存款准备金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

新时代需要新对外开放观

145 美元汇率反转进入升值周期
150 美国金融“生病”，中国无须“吃药”
155 2015年：从贸易顺差到贸易逆差
165 以升值治理内外失衡
169 微观主体资金紧张的宏观根源

第五章

资本市场：破除偏见，守望曙光

175 全球股市五年牛市的终结
183 市场失灵，政府应有所作为
188 调动社会资源，稳定证券市场——设立大小非稳定基金
192 中国需要多元化的投资理念
198 中国股市的暴涨暴跌模型
204 次贷危机的启示：救市宜早不宜迟
208 发展中国外币资本市场，实现多重国家战略目标
213 股市政策应成为宏观政策重要内容

第六章

楼市、黄金、大宗商品，谁领风骚

219 大宗商品价格将继续下跌
225 三论人民币和黄金是全球最有升值潜力资产
229 房价回调是维护经济全局利益的迫切要求
233 政策合力将推动房价短期调整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章

站在新周期的起跑线

241 中国经济：复苏延迟vs L型增长

244 下一轮通胀高峰为时尚远，货币政策放松刻不容缓

249 破除股市偏见

253 新一轮黄金牛市开启，一年内望突破2000美元

256 中短期均衡将被打破，房价未来一年下跌可期

260 2012年进出口大幅放缓，贸易顺差阶段性反弹

266 中国股市迎来历史性建仓机遇

274 中国PE行业步入严冬

280 人民币汇率长期升值趋势不改

◇后　记 / 285

◇附　录 / 292

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

继续靠扩大出口来拉动经济增长是不是不现实？继续通过扩大基本建设投资是不是不可持续？在居民收入不能迅速提高的情况下，消费能否迅速启动？

每一个带着上述疑问，认为中国经济高增长不可持续的人，其实他们都不知不觉中戴上了一副“凯恩斯主义”的眼镜——如果跳出凯恩斯主义的需求分析，把眼光放到供给方面，您就会看到另一个未来中国：人口城市化潜力、社会分工与制度优化潜力、储蓄与外汇资本的潜力、技术进步的潜力……发掘这些潜力，就必须采纳新供给学派的主张，全面深化改革！

large business cycle

第一章

改革，让财富的源泉充分涌流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国经济发展需要新动力

本文发表时，中国经济决策者刚刚从“通胀恐惧”中缓过来，却又不幸跌进“衰退恐惧”的深渊。本文一方面阐述了资本市场在缓冲二者矛盾中具有独特的作用，另一方面特别指出中国经济发展的新动力在于改革（斯密增长）和创新（熊彼特增长）。可惜的是，无论资金流动与资本市场的作用，还是改革、创新的呼吁，都没有引起决策者的关注。一个月以后，中央政府推出了“四万亿”投资刺激计划。四年过去了，我们把这篇文章一字不改地重新呈现给读者。大家不妨品一品：为什么我们不肯从资金流动的角度把握一些新的规律？为什么我们固守在短缺时代的通胀恐惧中一次又一次伤害中国经济？为什么转变经济增长方式和改革成为空谈？四年，不长也不短。如果我们用四年前的这篇文章来点评中国经济，一点也不过时。是当时的理论太超前，是政府根本就是在用早已过时的传统理论来指导中国经济，还是因为中国经济没有任何进步和改变，又回到了四年前？

资金在虚拟经济和实体经济之间的流动，以及资本市场的货币创造或毁灭功能，是影响消费和通胀水平的重要因素之一。在全球经济衰退风险已经来临，且通胀已不是当前经济的主要矛盾的时候，应该注重发挥资本市场“正财富效应”带来的“消费效应”以提振内需。中国经济快速增长的深层次动力是制度创新、技术创新和要素总量投入增加，所以，要保持经济长期平稳较快发展，必须实施可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持续的发展战略，推动技术创新和经济结构转型，在金融资源、税收政策等方面给企业以必要的支持，在产业政策方面加大对高科技产业和服务业的扶持力度。

通胀水平与资本市场息息相关

从2006年年初到2007年二季度，中国股票市场在短短一年多时间内上涨近4倍之后，市场的资金开始加速流入消费市场，股市的“财富效应”开始转变为“消费效应”，居民消费信心大增。也正是从2007年二季度开始，中国的通货膨胀率开始上升，二季度CPI上涨到3%以上，6月份突破4%，7月突破5%，8月突破6%。2007年10月，中国股市开始下跌。上证综指从6100点下跌到2008年2月的4500点左右。这段时间，投资者不仅把证券盈利部分拿来消费，而且把大量本金从证券市场撤出，存到商业银行，或直接进行消费。2007年10月到2008年2月，中国的CPI一直停留在6%以上，其中2008年2月达到本轮通胀的高点8.7%。从2008年2月开始，股市的下跌开始加速，并且形成“负财富效应”和“负消费效应”。一部分投资者不再卖出，看着股票财富缩水，消费信心下降；另一部分投资者“止损”卖出，所剩的资金也没有增加消费的意愿。于是，中国的CPI开始逐月回落。随着上证综指从4500点左右迅速下跌到8月的2500点以下，中国居民的消费能力下降，通胀水平逐月回落，到2008年8月已经回落到4.9%。

2008年9月18日，管理层出台了三项利好措施，有效地遏制了资本市场信心崩溃的局面。虽然国际股市在金融风暴的冲击下出现历史性大幅下跌，但上证综指还是有了在2000点附近企稳的迹象。预计未来一段时间会有更多资金从实体经济逐步回流到资本市场，因此中国四季度的CPI有望进一步回落到4%以下。显然，资金在虚拟经济和实体经济之间的流动，以及资本市场的货币创造或毁灭功能，是影响消费和通胀水平的重要因素之一。一般而言，在牛市的后期，资本市场的“正财富效应”推动通胀上升；熊市的初期，资金从资本市场流回消费领域，也推动通胀上升；在熊市的后期资本市场的“负财富效应”，会抑制消费，促进通胀回落；而牛市的初期，资金从实体经济流入虚拟经济，同样会促使通胀回落。

通胀已不是当前经济主要矛盾

在不同的历史背景下，各国通胀形成的原因千差万别。对中国而言，通胀并不是简单的货币因素，因为货币即使过剩也有很多出口，并不局限于消费领域。就中国而言，证券市场可以吸纳数万亿元货币，商业银行存贷差以及存款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准备金沉淀了十多万亿元货币，房地产市场可以吸纳巨额资金，其余的货币流动性才与消费有关。

事实上，中国这一轮通胀与20世纪90年代的那轮通胀有本质的不同：90年代那次高通胀的背景是"短缺经济"，现在的背景是一般消费品过剩；90年代那轮通胀时，M2增速超过30%，且商业银行没有存贷差，这一次M2增速为16%，大量资金沉淀在商业银行和中央银行账户中；90年代初期中国没有大规模的资本市场、商业房地产市场和期货市场，一旦需求过剩，老百姓和企业都会囤积商品或原材料，而现在这些资产市场都可以吸纳巨额货币，为企业和居民提供投资和套期保值的手段；90年代初通胀的外部背景是汇率并轨、人民币汇率贬值造成出口猛增，而这一轮通胀的外部背景是人民币升值、出口回落……

总之，这一轮通胀从总需求角度看不仅仅是简单的货币现象，而是与货币在虚拟经济与实体经济之间的流动和配置有关。从供给角度分析，在一般消费品过剩的背景下，没有造成普遍的物价上涨，而只是造成以食品、原材料价格上涨推动的结构性通胀。所以，本轮通胀从一开始就注定是一轮受资本市场行情影响的、短期的、结构性通胀。一旦资本市场行情过了特定的阶段，财富效应和消费效应发生逆转，总需求立刻发生变化，随着食品价格回落、国际大宗商品代表的能源、原材料价格回落，中国的通胀水平有望保持在4%～5%之间的适度水平。显然，通胀不是当前中国经济的主要矛盾。

应该大力发展资本市场

值得欣慰的是，管理层及时地调整了宏观调控的着力点，由年初的"双防"，调整为目前的"一保一控"。央行的货币政策也及时转向，不到一个月时间内两次下调利率和金融机构存款准备金率。尽管如此，在国际国内众多不利因素的共同作用下，未来两年中国的经济增长和企业盈利仍然面临着一定压力。预计到2008年四季度，GDP增速将回落至9.5%左右，月度CPI有望降到4%以下。而2009年、2010年的GDP增长率预计在9%到10%之间。企业一方面面临着总量回落、竞争压力加大、消费品价格回落的压力，另一方面面临着工资成本刚性、原材料价格依然较高、资金利息成本过高、环保成本等压力，因此未来两年企业盈利仍将面临较大挑战。在这样的形势下，为了保证国民经济的健康发展，稳定就业，必须进一步放松货币政策。利率和存款准备金率都将开始进入下降周期，对于信贷规模的控制也有望放松。在人民币升值、出口增速回落的大背

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

景下，应该大力发展资本市场，一方面可以形成财富效应、刺激消费，另一方面可以扩大直接融资促进投资增长。同时，应该重视人民币国际化战略，推动扩大国际贸易中的人民币国际结算范围，减少本币升值对出口的影响。

中国经济需要新发展动力

要真正使得中国经济保持平稳较快地增长，以上措施还远远不够，因为所谓投资、消费、出口等“三驾马车”并不是中国经济增长的根本动力。中国经济增长的深层次动力是制度创新、技术创新和要素总量投入增加。比如，从1978年开始，我国实施的农村联产承包责任制、承包制、股份制等制度改革，在原有的技术和资源背景下，实现了财富增长的飞跃——这可以简单地概括为“斯密增长”：增长的动力源自分工和效率的提高。又如，在过去二三十年里，中国通过引进外资、引进成熟技术、农村劳动力向城市转移、大量投入能源原材料等手段，保持了10%左右的GDP增长率——这可以简单地定义为“库兹涅茨增长”：增长的本质在于总量投入的增加。

目前，像过去几年实施大规模的产权改革、市场机制改革来推动经济增长的动力已经不足；随着劳动力成本、资金成本、能源和原材料成本的上升，持续地增加投入，维持高能耗、低效率的增长模式也不可持续。因此必须把着力点转移到经济结构转型、技术创新和微观企业管理制度创新等方面，我们可以抽象地把这种增长概括为“熊彼特增长”。

重视“熊彼特增长”模式，推动技术创新和经济结构转型，是经济发展和经济增长的历史规律。对于中国而言，4%～6%的通货膨胀率未必是件坏事，只有让企业感受到实实在在的成本压力，才能够迫使他们珍惜节省要素投入，真正转变以往高投入、高消耗、高增长、低效益的增长模式，减少国家的资源和环境成本，实现可持续的发展战略。当然，为了对冲企业的微观成本压力，国家应在金融资源、税收政策等方面给企业以必要的支持，在产业政策方面加大对高科技产业和服务业的扶持力度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国经济面临“中等收入陷阱”挑战

不是危言耸听，而是居安思危。四年前的这篇文章是中国学术界最早提出“中等收入陷阱”挑战的研究之一，对2009年GDP增速9.2%的预测歪打正着，而L型增长的预测却与事实相差甚远——四万亿投资计划和全年9.5万亿新增信贷使得我国经济短时间V型反转。然而，短期刺激效应过去以后，中国经济自2010年二季度开始连续9个季度下滑。如今，当“中等收入陷阱”、L型增长重新成为热议时，我们能满足于凯恩斯主义的需求管理而让经济体制改革一再延迟吗？

多周期叠加造成经济L型增长

存货是衡量企业产品供给是否过剩的重要标志之一，每当企业的存货增长达到一个相对高点的时候，经济将进入下行周期。20年来，中国企业的存货增长率出现过三个高点。第一个高点是1996年，产成品资金占用增速达26%，之后是一轮经济增速下滑；第二个高点是2004年，存货增长率超过25%，伴随着工业增加值的下滑；2008年三季度，工业产成品资金占用增速升到28.5%，证明本次经济下滑要比以前两次更严重。观察存货周期是否结束的一个重要先行指标是工业企业用电量是否开始回升，这恐怕是一年以后的事情。

城市居民的财产构建周期，即房地产周期也处于调整阶段。2008年前9个月商品房和住宅销售同比下降15%以上，商品房空置面积前9个月增长10.2%。根据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现有的存量房与月销售速度推测，存量房消化需要2～3年以上。

企业设备投资既是决定未来产能的标志，同时也是拉动投资需求的重要因素。2005年到2008年，中国的工业企业设备投资总额在全社会固定资产投资总额中的比重始终保持在41%以上，远高于2005年以前30%和40%之间的水平。连续4年的设备投资高速增长，已经造成中国企业产能的大量增加。受工业利润增速下滑影响，2009年工业投资增速下滑速度会更快。在全球经济低迷的背景下，中国这一轮产能过剩的调整时间应该在3年以上。

除了实体经济的下行周期之外，中国的资本市场也处于前所未有的熊市之中。证券市场的“负财富效应”严重影响了居民购房、购车以及其他高端消费需求。一般而言，证券市场“正财富效应”只有在牛市后期才会出现，假设2009年下半年出现牛市，产生刺激消费的财富效应也是2010年的事情。

除了多重周期叠加造成的经济增速下滑，中国还面临着严峻的外部冲击。有关研究表明，全球GDP变动1%，约影响我国出口近5%。如果2009年世界经济增长比2008年下滑1.5个百分点，就会造成我国出口增速回落7.5个百分点，实际情况可能比这个预测更加严重。

增长动力衰退与“中等收入陷阱”

从1978年开始，我国实施的农村联产承包责任制、承包制、股份制等制度改革，在原有的技术和资源背景下，造成了财富增长的飞跃——这个可以抽象地概括为“斯密增长”：增长的动力源自分工和效率的提高。

20世纪90年代中期以来，随着市场经济体系逐渐建立健全，中国通过引进外资、引进成熟技术、农村劳动力向城市转移、大量投入能源原材料等手段，保持了10%左右的GDP增长率——这阶段的增长叫作“库兹涅茨增长”：增长的主要动力在于人口、资源等要素投入的增加和生产效率的提高，经济结构从农业生产占主导地位向制造业和服务业占主导地位的改变。

在改革开放30年后的今天，制度变革、要素投入、全球化、人口红利所提供的长期增长动力都在衰减。据统计，2002～2007年，我国GDP实际增长67%，能源消耗总量增长75%，这种高能耗的增长动力无法持续。从人口红利来看，中国经济活动人口比在2005年就已经达到一个高峰；农村剩余劳动力转移的“刘易斯拐点”在2004年就已经出现；老年人口抚养比今年达到一个历史性低点，未来将显著提升。为了保持粮食安全，农业用地转为非农用地带来GDP增长的所谓“土地红利”释放速度也将显著放缓。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恰好在这一年，中国的人均收入在3000美元以上，历史证明这个阶段是中等收入国家能否完成产业升级步入高收入国家的敏感阶段，即“中等收入陷阱”阶段。拉美的巴西、阿根廷、墨西哥、智利和亚洲的马来西亚，20世纪70年代进入中等收入国家行列之后，由于收入差距过大造成内需增长缓慢、城市化进程出现大量的贫民窟、金融风险造成国家财富损失、一般制造业向高端产业和社会服务业升级过程中出现不可跨越的障碍等原因，至今仍然挣扎在同样的经济发展水平上。

中国的台湾、香港以及新加坡和韩国则花了不到20年的时间，就成功进入了高等发达国家的行列。韩国的突破方向是制造业产业升级、娱乐服务业崛起。新加坡服务业起的作用比较大。

转变增长模式释放经济活力

面临着内忧外患，以及长期增长动力衰减的挑战，在执行反周期政策的同时，我们应该进一步加大贯彻落实“科学发展观”的力度：重视释放经济活力、推动经济结构转型。当务之急是破除对“凯恩斯主义思想”和西方“货币主义思想”的崇拜，认真回顾一下马克思的社会财富再分配理论、供给学派理论，并借鉴20世纪80年代美国里根和撒切尔时期的经济调控思想，适当把政策的着力点转向供给方面。

20世纪80年代初，里根主义政策实际上是造成90年代美国经济空前繁荣的基础。为了释放经济活力，里根政府采纳“供给学派”的政策主张，大幅度减税；放松对航空、电信、电力、运输等行业的管制，取消市场准入的禁令，打破了以前的行政垄断。里根时代的政策不仅从制度上释放了经济活力，而且奠定了美元的全球化扩张模式。

对于中国而言，应该尽快降低个人所得税以增加居民可支配收入，刺激消费增长；降低企业税收负担，激发企业家创新精神；进一步促进城乡劳动力流动，允许劳动用工制度更具弹性和灵活性，减少企业的劳动力成本压力；深化市场机制改革，减少垄断、放松管制，释放经济活力。

从长期来看，中国跨越“中等收入陷阱”的前景还是十分乐观的。与拉美国家不同的是，中国政治稳定、金融稳定，具有较强的抵御外部冲击的能力。目前中国企业研发投入增速已经显著高于国外跨国公司，并且中国的制造业升级速度正在加快。与20世纪70年代不同的背景是，中国在互联网信息技术革命之后，生物工程、新材料、新能源技术突破的前夜跨入人均GDP3000美元的敏感阶段，产业转型的空间十分广阔。同时，从45%左右的城市化率来看，我国的人口集中还没有完成，社会服务业发展空间也十分广阔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从“库兹涅茨增长”到“熊彼特增长”

本文发表于2009年1月的《中国企业家》。笔者再次大声呼吁重视转变经济发展方式，破除对凯恩斯主义的盲目崇拜而建议政策转向供给管理。其实早在2005年笔者就曾发表文章《凯恩斯主义只摸到了象臀》等系列宏观评论，预见到一会儿“踩刹车”一会儿“踩油门”的凯恩斯主义政策不但不能为中国经济长期稳定发展起到积极作用，反而会掩盖矛盾、放大颠簸。2012年，当越来越多的迹象表明，面对这次经济下滑，短期刺激政策可能效用有限时，我们实际上已耽搁太久了……

增长模式转变迫在眉睫

从1978年开始，我国实施的农村联产承包责任制、承包制、股份制等制度改革，在原有的技术和资源背景下，造成了财富增长的飞跃——这个可以抽象地概括为“斯密增长”：增长的动力源自分工和效率的提高。

20世纪90年代中期以来，随着市场经济体系逐渐建立健全，中国通过引进外资、引进成熟技术、农村劳动力向城市转移、大量投入能源原材料等手段，保持了10%左右的GDP增长率——这阶段的增长叫作“库兹涅茨增长”：增长的主要动力在于人口、资源等要素投入的增加、生产效率的提高、经济结构从农业生产占主导地位向制造业和服务业占主导地位的改变、社会结构和思维方式的转变、深度融入全球经济等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在改革开放30年后的今天，社会主义市场经济体制基本建立，而且深度融入全球经济，那么我们还能够期望像80年代开始的大规模制度变革那样带来经济增长的动力吗？

据统计，2002～2007年，我国GDP实际增长67%，能源消耗总量增长75%，这种高能耗的增长动力还能够持续吗？

从人口红利来看，中国经济活动人口比在2005年就已经达到一个高峰；农村剩余劳动力转移的“刘易斯拐点”在2004年就已经出现；老年人口抚养比今年达到一个历史性低点，未来将显著提升。为了保持粮食安全，农业用地转为非农用地带来GDP增长的所谓“土地红利”释放速度也将显著放缓。大规模的城市化带来的经济增长动力还能够持续吗？

在欧洲和美国经济快速下滑，全球金融动荡的背景下，全球化带来的经济增长动力可能在短期内恢复吗？

如果上述斯密增长和库兹涅茨增长模式所提供的增长动力都在衰退，那么中国未来的经济增长模式要怎样转变呢？

供给政策释放经济活力

能够与这一轮全球经济衰退相比的最近一次全球经济衰退就是20世纪70年代末。那时候，不仅计划经济国家的国有企业因为缺少竞争逐步丧失活力，而且西方国家经过“凯恩斯主义”造成的政府投资连续扩张之后，经济活力也丧失殆尽。

为了改变这种局面，计划经济中最成功的改革是中国的邓小平所主导的改革开放政策，而西方社会最成功的改革则在于美国里根政府的供给学派政策。毫不夸张地说——80年代初里根主义政策实际上是造成90年代美国经济空前繁荣的基础。

为了释放经济活力，里根政府采纳“供给学派”的政策主张，大幅度减税；放松对航空、电信、电力、运输等行业的管制，取消市场准入的禁令，打破以前的行政垄断；为了防止工资与物价上升，里根依照事先声明的警告，开除了所有参与罢工的航管人员；联合沙特阿拉伯等国家增加原油产量，成功地干预国际油价等。

里根时代的政策不仅从制度上释放了经济活力，而且奠定了美元的全球化扩张模式，甚至起源于美国军方的万维网（后发展为互联网）、始建于70年代的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

NADAQ市场，都在里根时代有较大发展——正是这种制度活力、技术活力、金融支持，奠定了美国90年代以后繁荣的基础。

显然，对于当前的中国经济而言，应该像中共中央总书记胡锦涛所倡导的那样，“放手让一切劳动、知识、技术、管理、资本的活力竞相迸发，让一切创造社会财富的源泉充分涌流”。

具体到政策上，应该破除对凯恩斯主义和货币学派的盲目崇拜，适当借鉴供给学派的主张，尽快降低个人所得税以增加居民可支配收入，刺激消费增长；降低企业税收负担，激发企业家创新精神；进一步促进城乡劳动力流动，允许劳动用工制度更具弹性和灵活性，减少企业的劳动力成本压力；深化市场机制改革，减少垄断、放松管制，释放经济活力。

创造性毁灭——熊彼特增长

中国要战胜周期、抵御外部冲击，寻找经济增长的长期动力，必须深入贯彻落实科学发展观，从传统的“植物性增长”模式，转移到依靠经济结构转型、技术创新和企业家创新精神等为特征的“熊彼特增长”模式。

约瑟夫·阿罗斯·熊彼特（J. A. Schumpeter）认为，经济本身一定存在着某种破坏均衡而又恢复均衡的力量，他把这种力量称为“创新”的活动，正是这种创新的活动引起了经济的发展。

按着熊彼特的理解，创新包括引入一种新产品；采用一种新的生产方法；开辟一个新的市场；获得一种新的原材料或半成品的供给来源；实行一种新的企业组织形式，如建立一种垄断地位或打破一种垄断地位。

有人把熊彼特的创新概念归纳为组织创新、管理创新、制度创新、社会创新和技术创新，也有人把后来发展起来的技术创新派和制度创新派都理解为熊彼特理论的延续。然而无论是制度上的创新，还是技术方面的创新应用，都离不开“企业家精神”。

企业家精神激励着企业开发新市场需求、建立新的激励机制、组织研究投入和技术创新、开发新产品、进行组织变革，并在企业内形成一种“制度创新——技术创新——分工深化——制度创新”的正反馈运行机制，推动经济结构变革，促进经济增长。

然而，在企业家精神推动的制度创新和技术创新过程中，每一次大规模的创新都淘汰旧的技术和生产体系，并建立起新的生产体系。于是就会有大量企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

业在这一过程中由于不能适应竞争而毁灭——“具有创造性的毁灭”是推动经济增长的巨大动力。

虽然当前的经济下滑本质上是由需求和价格调整造成的，而不是“创造性毁灭”的调整，但是那些经受着严峻考验的企业只有把这个过程当成“创造性毁灭”来应对，依靠组织创新、管理创新、制度创新、社会创新和技术创新才能最终走出困境，把困难和挑战转化为推动中国实现产业升级和结构转型的机遇。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方找到比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国硬财富vs美国软财富

本文通过中美两国财富创造模式的比较，指出中国财富战略的不可持续性。如今面对出口增速和工业增加值增速的大幅下滑，以及由此所带来的资源问题、环境问题和就业问题，中国是否需要更新财富观念，重新认识所谓“中国制造”的意义呢？中国的企业家和国家战略决策者，什么时候才能理解并接受我三年前提出的“软财富”战略呢？

20世纪80年代以来，美国政府战略性地加大了对信息产业的扶持力度，从而推动了互联网革命，以及相关信息技术的飞跃性发展，进而又推动了计算机自动化技术对硬财富制造业的改造，以及现代信息技术对金融业的改造。

从1990～1997年，信息技术生产公司的生产率年平均增长10%以上。而1995～1998年美国经济增长的约1/3是互联网经济创造的。此外，信息技术业使美国膨胀压力减小，并且是构成其出口顺差的主要来源。

依靠信息产业的绝对领先地位，美国重领产业革命风骚，英特尔、微软、康柏、IBM、惠普、摩托罗拉、google等品牌同昔日传统产业的福特、克莱斯勒、纽柯、林肯电器、爱默生、强生等公司的辉煌一样，在全球范围内无可匹敌。在摆脱硬财富资源和需求双重约束、迈向软财富时代的过程中，美国大踏步地走在了全球其他国家的前面。

到2002年，美国GDP的70%以上由制造业和农业之外的软财富创造，包括金融、信息技术、教育、娱乐传媒、服务业等都在全球独领风骚。目前，美国制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

造业占GDP的比重已经从第二次世界大战后的30%左右，下降到20%以下。

与此同时，中国的工业化进程达到一个高峰，成为全球制造加工中心。于是我们不仅看到两国产业结构的差异，甚至在同样的产业也可以发现完全不同的财富形态。

比如，参观美国的制药厂，你会发现那里全是实验室和身穿白色衣服的研究人员，不知道制造车间在哪里。而参观中国制药厂时，在看到一排排的厂房之前，很远就能闻到刺鼻的味道。同样是卖药，美国厂商卖研发和技术，中国厂商卖材料和劳动。再比如，中国的制鞋厂拥有庞大的生产线和成千上万名工人，而美国的“耐克”公司却基本上没有自己的厂房。同样是卖鞋，美国卖品牌文化、款式、专利，中国卖材料和劳动。

中国的硬财富崛起和美国的软财富战略竞争结果如何呢？读者可以通过一个简单的现象来感受这种区别：为什么中国家庭中根本没有美国货（除了电脑中的Microsoft软件），而美国人家中则堆满了中国生产的纺织、家电等产品？

显然，在软财富时代，对中国人而言，用廉价的加工制造业商品去换取发达国家的软财富，必然只能挣点辛苦钱。这跟100多年前我们以传统农业和手工业来面对欧洲工业产品的挑战是一样的。

普通商品vs软财富

作为解决温饱的产品，食品是最普通的商品。可是很多休闲食品、补品、酒类、香烟等归之为广义食品的东西，它们的财富价值很容易超出其物理成本和食用功能，而更多地取决于凝结其中的文化、休闲、奢侈、夸耀、社交等功能。

比如，中国有个著名的补品叫“脑白金”，一天到晚在电视上放广告。据说这种“脑白金”的材料成本其实很低，却卖到几十元、上百元。因此，一直以来都有很多经济学家对“脑白金”的实际价值持怀疑态度。然而，这个产品多少年了却一直很畅销。

其实，很多消费者也都知道这产品成本低，对它能不能补这补那，大致也心中有数。可是他们为什么买呢？一位“脑白金”购买者曾经这么回答：“这东西有漂亮的包装设计，天天在电视上做广告宣传，名气很大。其实买了这玩意我们不是自己吃，都是为了送人，说明白点，这是不是‘补品’我们不知道，我就知道它是个‘礼品’，是一种依靠品牌帮助人们沟通感情的媒介。”

这个朴素的回答恰恰是软财富论所支持的观点：饮食类财富如果仅仅作为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

满足温饱的产品，它的价值必然是有限的。为了扩大利润，厂商必然不断扩大其文化、休闲、奢侈、夸耀、社交等“软财富”价值，于是很多饮食类财富就慢慢地被软财富价值侵蚀了。

显然，不论是迎合人们奢侈和夸耀的需求，还是开发人们潜在的精神和社交的需求，那些能够在休闲食品、补品、烟酒类商品上打造知名品牌、赚取高额利润的商家并不全是骗子，绝大部分都是拥有现代“软财富观”的成功商家——他们创造并满足了人们实实在在的文化、休闲、奢侈、夸耀、社交等精神需要，因而是实实在在的财富创造者。当然，如果误导消费者，则另当别论。

很多媒体作为社会公益的化身，仅仅靠揭示某些产品的销售价格远远高于其材料成本，就据此指责这些厂商为“欺骗”，实际上是不对的。如果这些厂商没有虚构产品成分，没有误导消费者，媒体揭露这些产品的材料成本不但低估了消费者的智商、没有理解消费者真正的购买动机，而且可能侵犯了这些厂商的商业秘密、破坏了软财富的商业价值。

在美国文化风靡世界的年代，美国一个一般的品牌，到了中国就成了世界性品牌。很多美国的低端快餐食品，到了发展中国家就成为中产阶级显示情调的消费对象。如果中国人对这种现象感到愤愤不平，不妨回忆一下历史：中国唐朝的丝绸在西域的价格是杭州的数倍，在罗马的价格是杭州的几十倍——只要说是“天朝大国”、“唐帝国”来的商品，价格立刻暴增。所以在美国100美元的商品，跑到中国来卖2000人民币，也没什么稀奇。服装制造商们为了满足人们对于服装所能够承载的舒适、华丽、夸耀、品位、文化等精神和社交要求，越来越多地在款式、品牌、文化上下工夫，结果软财富逐渐成为服装价值的主体，而面料、加工费等物理成本则在其总价值中的比重越来越小。

显然，“做服装就是做设计、做款式、做品牌”这样的理念在海外服装生产商中已经不是什么秘密。可是中国的很多企业家却依然拘泥于陈旧的财富观念，过分重视服装的物质价值，在款式设计、品牌打造、包装营销等方面的重视程度和投入却远远不够。正是因为如此，中国人制造的服装纺织品出口到国外，毛利率就是10%～15%，因为大部分中国服装在欧洲和美国只能满足消费者的基本生理需求，却满足不了消费者奢侈、夸耀、社交、审美等精神需求；欧美品牌服装到中国来之所以能卖很高的价钱，是因为它们满足了人们休闲、奢侈、夸耀、社交、时尚等精神需要——表面上都是卖服装，其实中国厂商卖的是硬财富，赚的是加工费；美国厂商卖的是软财富，赚的是超额利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

告别凯恩斯主义经济增长，需要制度与技术创新

看了下面的【编者按】，你也许会认为这个话题是在今天，因为直到今天我们才真正看到凯恩斯主义在中国正走入“死胡同”。然而这篇对话的确是在四年前，那时各国政府面对危机的恐慌正使凯恩斯主义大行其道……

【21世纪经济报道编者按】

应对危机，各国政府，几乎惯性思维，拿起凯恩斯主义的武器。在当前的社会环境中，凯恩斯主义是否有效？或者说，凯恩斯主义，在中国刺激经济是否有效？

知名学者张维迎撰文，要“彻底埋葬凯恩斯主义”；许小年说“中国需要邓小平，不需要凯恩斯”。凯恩斯主义在中国的影响如何？到底该不该彻底埋葬凯恩斯主义？面对经济危机，中国用什么“武器”才更实用呢？

《21世纪经济报》记者专访了银河证券董事总经理、研究所所长滕泰。早在2005年8月滕泰就在《21世纪经济报》发表文章《凯恩斯主义只摸到了象臀》。

危机的深层根源：全球真实财富创新能力的衰退

《21世纪经济报》(以下简称《21世纪》)：有观点认为此次危机源于美国对金融市场的管制过于宽松；有人认为是全球的经济失衡导致的；还有人认为按照经济周期理论，就应该到危机爆发的阶段了。您的观点是什么？

滕泰：我认为此次经济危机的爆发，是全球真实财富创造能力的衰退，仅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅从凯恩斯主义、从需求理论是不能够解释的。

2008年年初，我发表过这样的观点：短期是全球五年牛市结束，进入调整阶段；长期是全球过去25年增长动力的衰竭。

为什么这么说呢？

这一轮全球经济长周期，就中国而言是从邓小平时代开始；就美国而言是从里根时代开始；英国是从撒切尔时代开始。这一轮长周期增长的基本动力，首先在于制度创新。制度本身就是创造财富的源泉，好的制度可以释放生产力，创造财富。

20世纪80年代，中国农村开始联产承包责任制改革，城市对国有企业推行承包制、租赁制、股份制的改造等，此后中国逐步建立劳动力的市场、资本的市场等要素市场，并全面建立社会主义市场经济体制。从而引发了全球范围内的经济体制改革潮流，通过自由经济也好，破除垄断也好，放松管制也好，总之从制度方面挖掘经济活力，释放生产力。

当时在西方资本主义国家掀起了一个供给学派的风潮：供给学派认为财富创造的动力，来自于供给，供给创造需求，而不是需求决定供给。美国的里根政府，通过从供给方面去着手，控制成本，制度创新，来释放经济活力。他首先采取了大规模的私有化政策，很多僵化的国有企业被私有化。此外，政府还大规模地减税降低企业的经营成本；在国际市场上打压石油价格来压低原材料成本；通过一系列立法来遏制工会力量、抑制工资价格上涨；把以前管制的企业，不可以随便进入的行业，比如说航空、电信、城市服务等，全部放松，让民营的力量可以自由进入，等等。在英国，撒切尔夫人采取的私有化力度更大。

不管是撒切尔主义，还是里根主义，本质上都是与中国的改革开放总设计师邓小平相似，从制度着手，从供给方面释放财富活力。

《21世纪》：您认为美国20世纪80年代开始的全球经济增长，主要是供给学派的政策思想对施政者产生影响并带来的实际效果吗？

滕泰：当然不仅仅是供给学派的影响，还有货币派对物价的控制，以及自由主义与技术创新的影响，但西方各国其他方面的财富增长动力也是那个时代奠定的基础。

以美国为例，里根主义不仅是供给学派，他还创造了美元的全球扩张的模式。美国的大规模国家赤字从里根时代开始，通过国内的财政赤字，国外的贸易赤字，大规模美元向海外扩张，吸引全球的金融资源，为本国经济服务。这一模式从那个时候开始，直到次贷危机泡沫破裂之前，美国向全球借钱消费达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到一个高潮。尽管负债过度是这一轮金融危机的根源之一，但是不容否认，过去20多年里，恰恰这一模式成为支撑着美国经济高速发展的一个重要因素。认清这一点，我们就知道美国的财富增长模式在未来是多么悲观！

此外，技术创新也是财富创新的动力。大家知道微软是在20世纪80年代上市的，但是互联网技术，早在六七十年代美国军方万维网就有了雏形，在里根政府和“冷战时代”奠定了基础，才有了90年代互联网技术的高速发展。还有，在金融制度方面，纳斯达克创业板，在1971年就建立了，但是一直不活跃。其迅速发展，也是在80年代，微软、彭博资讯等早期的“软财富”巨头，都是依托于纳斯达克发展起来的。

总之，过去20多年的经济高速发展，不是因为凯恩斯主义，而是因为制度释放了经济活力，技术拓展了财富来源，金融和贸易促进了分工、整合了资源，新兴市场经济增加了资本、土地、资源、人口和劳动的投入。无论是中国还是西方，探寻新一轮的经济增长动力，不是依靠凯恩斯主义、简单地刺激需求就能够解决的。

《21世纪》：当前全球各个遭受经济危机袭击的国家的救市政策，相当多地应用了凯恩斯主义在破除危机，作为启动经济发展的引擎，您认为原因是什么？

滕泰：现在凯恩斯主义的影响，是经过第二次世界大战以后这么多年累积形成的。在中国，凯恩斯主义的影响很大。在部分官员或学者眼里，好像宏观经济管理就是周期管理、宏观调控，就是凯恩斯主义。

对宏观经济学的这种教条主义的误解，与经济史的发展和经济学说的传播不无关系。比如从经济史来看，在“二战”以前有各种各样的学派主义，比如有奥地利学派、凯恩斯主义、供给学派、货币学派自由主义等，百家争鸣。但是1929年大危机以后，由于美国罗斯福政府采用了凯恩斯主义的确成功地拯救了美国，所以从那个时候开始一直到20世纪70年代石油危机爆发，整个西方国家都盛行凯恩斯主义。但是凯恩斯主义经过了几十年的风光，到了70年代末期，过度的政府干预就造成全球经济增长失去了活力。

《21世纪》：您的观点可不可以理解为在危机到来的时候，比如在1929年的大危机中，采取凯恩斯主义刺激经济是有效的？

滕泰：那个时候确实是有效的。不是我个人认为，而是历史证明了它是有效的，它支撑全球经济蓬勃发展了30多年。在社会主义阵营里，虽然不叫凯恩斯主义，但是政府直接管理的计划经济，也支持社会主义国家经济高速发展很多年，苏联的经济力量甚至可以和美国抗衡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《21世纪》：您的意思是政府干预一段经济之后，经济步入健康轨道，政府的手要逐步退出，让市场自由发挥作用？

滕泰：这就是20世纪80年代以后全球各经济体所选择的道路，也是这一轮经济长周期的原因。

因为市场经过政府长期干预后，就会越来越僵化，企业出现官僚主义、劳动者的工作积极性降低、价格失灵造成资源配置低效等，很多问题都出来了。

在西方，连续30多年的凯恩斯主义干预使得各国经济陷入“滞胀”；在苏联，勃列日涅夫时代的经济体制已经非常僵化。所以70年代以后，西方是最早反省并抛弃凯恩斯主义的。西方各国政府采纳供给学派的主张，采取大规模私有化、自由化、放松管制、放松垄断和减税等各种措施。在东方，中国的邓小平开始了“改革开放”的一系列伟大进程。

事实证明，在西方，撒切尔是伟大的，里根是伟大的。在社会主义阵营，邓小平是伟大的。正是他们那一代人，为过去30年全球经济的蓬勃发展奠定了雄厚的基础。

凯恩斯主义在中国的影响

《21世纪》：在中国，为什么凯恩斯主义影响如此深远？

滕泰：最初我们学的经济学都是计划经济那套理论。但在20世纪90年代初，中国大张旗鼓地建立社会主义市场经济体制，当时的宏观经济学教科书中，很少介绍西方经济学各个流派，而是把凯恩斯主义作为主流学说甚至唯一学说进行引进，仿佛宏观经济学就是凯恩斯主义，就是总供给等于总需求这个公式。

事实上，宏观经济学博大精深，其本源绝对不是周期管理，而是财富创造的理论。宏观经济学诞生的时候，不论是亚当·斯密，还是大卫·李嘉图，以及后来的奥地利学派等，全是从研究财富入手。比如亚当·斯密的代表著作是《国富论》；马克思的学说围绕着价值理论和财富分配展开；奥地利学派的创始人门格尔的《经济学原理》围绕着效用和价值展开；马歇尔的《经济学原理》把经济活动定义为人们追求财富的历史……这些经济学鼻祖都是从财富创造的源泉去着手研究经济学的，而到凯恩斯主义时代，反而弱化了宏观经济应该挖掘财富创造的源泉，而是在就业、国际收支平衡、物价稳定和经济增长之间寻求均衡。为了达到这些目的，甚至创造出“破窗理论”、“挖坑理论”、“飞机上撒钱理论”等，仿佛打破窗户再修补真的能够创造GDP、挖坑再找人填真的能够增加财富、飞机上撒钱就能够刺激需求会获得高增长。凯恩斯主义表面上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很完善，但它已经逐渐背离了宏观经济学的财富本源。

中国的宏观经济学的普及，主要在90年代后半期，凯恩斯主义是学习重点。事实上，无论在西方还是在东方，从来没有哪一国政府能够准确地踏准经济周期的节拍，美国的格林斯潘正在受到广泛的批判；实行了20年凯恩斯主义政策的日本，经济一直近乎零增长。

《21世纪》：凯恩斯主义的弊端在哪里？

滕泰：凯恩斯主义会造成大量的财政赤字，为后代留下很多问题。凯恩斯主义在短期能够刺激投资和需求，但长期看后患无穷。所以从这个角度来讲也要批判凯恩斯主义。

凯恩斯主义的财政政策会有一些后遗症。一是投资过程中没效率的重复建设；二是会对市场造成一些“挤出效应”，导致老百姓的消费和企业自主投资不足；第三就是会延缓一些企业进行调整。

中国从去年第四季度开始到现在，经济增速急速放缓，靠政府投资来填补只能解一时之急。一旦4万亿财政投资结束了以后，就算今年经济增长8%保住了，那到了2011年怎么办？2012年怎么办？不可能政府再投6万亿财政资金刺激经济，钱从哪来？2008年的财政赤字预算是9000亿元，那2012年呢？后年呢？中国人就背上包袱了。过去几年都是用利率来调控经济，事实上你会发现利率调节在中国效果不显著。在西方，只要降息，老百姓消费就会增加，企业信贷就会增加。在中国老百姓对利率不敏感。比如2005年到2007年，中国中央银行连续加息，利息从2.25%加到4.41%，但老百姓消费那个时候涨得最快，社会商品零售总额开始是10%以上的增长，后来是20%以上的增长。在那个加息周期中，企业的投资也增长越来越快。现在央行开始降息，老百姓消费依然没有起来，企业的投资热情也没有因为降息而有任何提高。

《21世纪》：张维迎教授认为凯恩斯主义保护了落后的生产力，使得“该死的没让它死”。在经济危机的情况下，那些濒临死亡的企业中，哪些是落后该淘汰的？哪些是先进的但同样面临着危机呢？

滕泰：他的出发点与我的出发点有所不同。他相信自由主义，认为凯恩斯主义是政府干预延缓了经济的调整，该死的企业因为政府干预没有死掉，经济复苏会更慢。我也不赞成自由主义，我认为政府不应该给整个经济乱涂眼药水，不要随意踩刹车或者油门，并不代表政府在经济上不作为。事实上政府应该在寻求财富的深层次增长动力上多花工夫，在国家财富战略方面有所作为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济的周期本质上是财富创造周期，所以熨平周期的本质措施就是通过制度创新、推动技术创新、进行人口政策和人力资本政策的改革、寻找新的资源组合，稳定居民和企业对经济和政策的预期，充实财富增长动力。

从社会公平和社会稳定的角度来讲，有些企业还是需要救助的。虽然企业死得快了以后经济调整得快，但我们的目的不是为了唯经济论，而是为了人民的福利。创造新的经济发展引擎。

《21世纪》：可是既然经济危机和衰退来了，总要应对。您认为中国该如何应对？

滕泰：我觉得要回归财富的本源。对中国而言，我们首先剖析过去30年中国经济高速增长的源泉在哪里，分析一下这些财富创造的源动力是否还在。

改革开放的第一个十年，20世纪80年代，经济高速增长最主要的动力来自制度创新，制度变革促进了整个社会分工、提高微观财富创造效率，我们把这个增长阶段叫作“斯密增长”。

在20世纪90年代开始大规模的城市化和工业化的浪潮，“民工潮”本质上是一个新要素的组合方式——劳动力和资源以一种新的方式组合起来，创造更多制造业的产品，是我们工业化的过程。还有，技术成为增长的主要动力。技术是创造财富的第二个源泉，这些技术有的是原创的，更大部分是学来的。而在技术的创造过程当中我们投入大量的人力和资源。按照过去五年的农村和城市劳动生产率推算，一个人从农业转移到非农业就业，对GDP的贡献可以增加5倍以上；一块土地从农业转到非农业比如商业、制造业、地产等，对GDP的贡献增加10倍以上。也就是说，人口红利、土地红利、资源投入、资本投入、技术投入是支撑中国第二个阶段快速增长的财富源泉。我把这个阶段的经济增长叫作“库兹涅茨增长”。

2001年以后，中国深度卷入国际分工，技术引进速度加快，出口增加，尤其是全球信息技术革命传播到中国，也是“库兹涅茨增长”。

那么未来呢？过去30年增长的要素源泉是否还在？制度红利还有多大释放空间？人口红利是不是在衰退？土地红利还能不能继续释放？要素投入是否能够持续增加？外部市场还有继续扩大的空间吗？

如果这些传统的增长动力都在衰退，那么中国就必须寻求新的增长模式，比如“熊彼特增长”。

《21世纪》：中国有适合“熊彼特增长”的土壤？您认为接下来中国经济高速增长的动力在哪里？

滕泰：所谓“熊彼特增长”就是“破坏性创造”，就是制度创新和技术创

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新；从宏观角度而言，就是推动制造业产业升级，大力发展服务业；从“财富论”的角度就是寻求、发掘财富创造的深层次源泉，发展软财富战略；用政府的话说就是“调结构”、就是真正贯彻落实科学发展观。

比如说制度创新激发创造财富的活力。我觉得可以适当借鉴里根时代的供给学派政策，在某些行业放松管制，放松垄断，比如说教育、医疗、卫生、城市基础服务设施、铁路、电力、航空、电信等，让民营企业更大规模地进入，为经济注入一些活力；在微观企业如何深化产权改革、激发企业家精神等。如果在这些领域取得突破，中国的经济增长还是可以迅速持续增长的。

在技术方面，要加强技术投入，推动技术创新。中国政府在科研方面投入不少，但这些钱都没有监管，课题费几个亿拨下去，产出与企业有没有结合，跟财富创造有没有结合？所以，要推动企业和科研、教育相结合，为创造财富服务。

在教育方面，如何在人口战略上寻找财富创造的源泉。过去几年，人口红利是中国重要的经济增长地动力。现在人口红利在衰退，老年人口比例将慢慢上升，年龄的结构也会发生变化。所以，用大规模的加工业、低廉的劳动成本去创造财富不可持续，这个时候就要考虑人口战略。人口永远是财富创造的动力。马克思说，劳动是价值的源泉。如果劳动是价值的源泉，谁是劳动的源泉？人，所以人口就是财富的源泉。所以现在就是着手考虑人口政策变化的时候，应该把人口战略变成人力资本战略。人口的迁徙政策、人口城乡之间转移的政策，都要做相应的调整。

《21世纪》：您认为中国应对经济下滑所采取的刺激经济手段是否合适？力度是否足够？您有何建议？

滕泰：从去年12月底开始，我觉得政府越来越偏重于调整经济结构，出台了诸多行业的振兴政策，比如振兴装备制造业，农业、物流等服务业的振兴计划，医疗体制改革等，都很好。我尤其赞成深化医疗卫生体制改革，这个领域的人民需求没有满足，民间投资的动力也没有释放，如果能够放松管制，能够极大地推动经济的增长，提高居民福利。接下来的重点应该是教育体制改革，适当地放松管制，让更多民营力量来满足教育的需求，同样可以提高居民福利、推动经济增长。当然，从国家财富战略角度，像某些学者建议的那样，把外汇储备和国有股权通过适当的方式让老百姓能够支配，既可以扩大内需，也可以提高财富创造的效率。

我不赞成外贸出口退税率的提高。在海外经济衰退、外需减少的时候，某些出口厂商的确很困难。为了维持社会稳定，应该给企业减所得税，让企业成本更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低；或者支持这些企业在海外避免恶性竞争，建立影响渠道、打造品牌、提高附加值。大规模提高出口退税率，必然会引起贸易保护主义。中国增加出口退税，进口国则增加关税，结果中国政府没有把钱补贴到厂商手里，而是补贴到进口国手里了，把中国的财政支出变成了某国政府的海关收入。这种财富转移本身不仅没有带来出口总量的增加，而且维持了低效率的生产，这个做法是错误的。

事实上，影响当前中国经济增长的既不是消费，也不是净出口。目前中国国内的社会商品零售总额增速虽然有所回落，但是依然高位运行。出口总量虽然有所减少，进口总量减少更快，结果净出口仍然保持稳定，受影响的只不过是中国出口商和中国进口商以及国内消费者之间的利益分配。真正影响中国经济增长的是企业的扩大再生产意愿低、房地产投资低迷。而企业自主投资活动低迷和地产相关行业投资低迷是因为存在生产能力过剩和存量房过剩。所以，政府投资虽然从一定程度上能够填补企业自主投资的回落，但是并不能改变产能过剩的状况。

政府要真的启动企业自主投资，毫无疑问重点要放到调整结构上来，放在制度、技术、人口、教育、医疗、社会保障制度的调整上来，甚至于放松垄断，放松管制，个别部门私有化，或者是发放一些消费券，扩大老百姓的消费能力。

《21世纪》：当前中国既面临“中等收入陷阱”的挑战，又遭遇经济危机袭击，破除“中等收入陷阱”的出路在哪里？

滕泰：事实上，中国的确进入了一个特殊的发展阶段：新兴市场国家发展的历史表明，人均1000美元以下确实是一个贫困陷阱的阶段：一方面储蓄不足，接着债务增加，恶性循环；一旦超越了1000美元，是经济起飞阶段。中国到2001年通过了这个阶段以后，经济增长非常迅速，短短的7年时间，就达到2008年的人均GDP3200美元。

外国的经验可以表明，墨西哥、巴西、阿根廷、马来西亚等很多国家，30多年前经济增长就达到人均GDP3000～5000美元的水平，然后经济增长就几乎停滞了，至今仍然挣扎在这个计划阶段，这一现象被称为“中等收入陷阱”。这些国家都遇到了几乎同样的发展问题，比如收入差距扩大造成的需求不足、城市化过程中出现的贫民窟和社会矛盾加剧、金融危机、产业结构不能及时升级，等等。

中国会不会面临同样的挑战？如果出现类似的挑战，仅仅靠凯恩斯主义能不能解决呢？如何像中国的台湾、香港，新加坡、韩国，甚至20世纪六七十年代的日本那样，成功跨越中等收入陷阱呢？这不仅需要中国经济增长模式的转变、财富观念和财富战略上的更新，而且需要改革的魄力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政策转型，战略转向

本文是根据作者2011年四季度一次在某中央决策部门汇报材料修改后发表的一篇评论。结果，政策并未转型，战略也没有转向，本届政府仍然习惯性地按照凯恩斯主义政策进行需求管理，而供给学派的政策却因为涉及减税改革等深层次问题而被束之高阁。结果，中国经济矛盾越积累越多，增速下滑超预期……

宏观调控又到了在控通胀与保增长之间寻求平衡的关键时刻。GDP同比增速连续三个季度回落，投资、出口出现放缓迹象，微观企业经营环境趋紧，中国经济面临中长期增速下滑压力，而通胀水平依然处于高位，宏观调控应如何抉择？

中国经济表面稳定，实际上正在严重偏离均衡：或松或紧的周期调控政策，已经把经济周期变得越来越短；在房价物价调控目标尚未实现之前，投资已然“高台跳水”，经济增速掉头向下；当国内信贷资金紧张、一些中小企业资金链断裂时，央行还面临着为了对冲外汇占款而不得不提高存款准备金的压力。面对上述复杂矛盾，唯有政策转型和战略转向才能让中国经济避免危机。

凯恩斯式调控缩短经济周期

2011年二季度以后，中国猪农们饲养每头生猪的毛利率已经连续3个月为正常年份的两倍。由于无法做到对翻倍的利润视而不见，2011年6月份后的持续“补栏”又开始了，这势必造成2012年猪肉供给大幅增加。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于猪肉存在较小的供求价格弹性，一旦供求关系有很小的逆转，就可能造成价格的大幅下跌——2012年个别月份下跌到每公斤20元的可能性是极大的。不仅如此，猪肉价格从2009年每公斤10元涨到2011年的30元，只用了两年时间；3年后，即2014年从现在的30元每公斤上涨到50元，也不是不可能。

猪肉问题一旦对物价产生影响，其意义可就非比寻常了：假定2012年7月猪肉价格跌到每公斤20元，当月CPI就可能回落到3%以下；如果3年以后猪肉价格涨到每公斤50元，必然陷入新一轮的通胀中。

由于不区分“猪肉通胀”、“食品通胀”与全面通胀，政策可能误伤中国经济。比如最近一次全面紧缩的货币政策，已使M1、M2增速累计20个月回落，资金面长期偏紧对投资、生产和消费产生了较强的抑制作用，铁路投资、公路投资、市政投资大幅度回落，重工业企业订单骤然减少，用电量连续下滑，出口订单的下降和房地产开发商购地减少预示着下一阶段中国经济还将承受出口减少和房地产投资下滑的打击。

面对2012年可能的经济增速和物价双双回落，当前的紧缩政策如果得以延续，中国经济会不会从“软着陆”演化为“硬着陆”呢？地方债务和房地产价格的下跌会不会带来新的金融风险呢？反之，如果出台刺激政策，放松货币，2013年会不会发生新一轮更高水平的通胀呢？显然，中国经济原本三五年一轮的经济周期，变为一两年一轮的波动。越是不停地踩刹车、踩油门，经济波动就越大；越是关注短周期，经济周期就越短。

从需求管理到供给管理

“稳定”和“均衡”，看似近义的两个词语，有时却是两个相互冲突的目标，因为过度强调稳定，就会抑制市场力量的调整，阻碍经济系统依靠自身力量走向均衡。

比如，过度强调物价稳定，就会造成增长的失衡。2008年为了实现物价稳定，紧缩政策部分造成2009年的经济下滑；2011年为了物价稳定而出台的一系列紧缩措施，势必影响2012年的经济，“硬着陆”的风险不可忽视。

在一些人眼中，当前中国经济决策最难回避的矛盾是：物价、房价还没有降下来，经济增长却先降下来了。此时若政策转向宽松，可能造成物价、房价反弹；若继续从紧，则担心2012年经济“硬着陆”。

其实“紧”或者“松”都是“反周期”、“宏观调控”、凯恩斯主义的专用概

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

念。如果跳出凯恩斯主义、跳出需求管理或货币管理，转向“供给主义”的改革，上述矛盾根本就不存在。比如，减税、放松垄断、放松管制、整饬流通秩序、改革缺乏竞争力的国有垄断企业、减少行政干预等，既能增加总供给，又能平抑物价，可以同时符合“反通胀”和“保增长”两个目标。所以，中国经济政策应尽快从周期管理走向供给管理。避免和减少财政支出对民间投资的挤占效应、行政垄断对创造力的抑制作用。

当前中国经济面临的“硬着陆”风险不容小觑。但若想放松政策以刺激经济，又面临持续的外汇流入压力。央行数据显示，8月份新增外汇占款3769.4亿元，这意味着仅一个月时间又有500多亿美元进入中国。要改变外汇持续流入的局面，就应调整当前的对外经济政策，实施“新对外开放战略”——从鼓励出口、追求顺差，到追求国际收支平衡；吸引外资要更重质量不求数量；实施更灵活的汇率政策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

慎用货币政策，治理本轮通胀

2007年至2008年的那轮通胀至今还让人记忆犹新，月度CPI同比最高达8%以上。事实上，看似可怕的CPI上涨主要是食品价格上涨造成的，而一旦食品价格、劳动力成本等推动的物价上涨掩盖了制造业产能过剩和需求不足的现实，当局就开始以“全面紧缩”来应对通胀。而在中国政府全力紧缩经济时，西方各国正在为金融危机所引起的衰退而全面放松货币。结果显而易见，内部紧缩和外部冲击最终使中国经济出现了严重的危机，迫使中国政府180度大转弯，又启动了中国经济史上最大规模的4万亿刺激计划。本文发表的背景就是在政府因通胀恐惧而紧缩货币的过程中所做的劝告。四年过去了，政府还没有理解中国通胀的特殊性。

在一般消费品过剩背景下，中国不可能发生恶性通胀。形成此轮通胀的主要原因是以能源食品需求过剩为背景的输入型成本推动，而对这些全球定价的产品，中国没有调控能力。中国的生产要素价格逐渐放开是必然趋势，只要把握好放开的节奏和幅度，通胀就会稳定在可承受的范围之内。对于输入型和成本推动型通胀，应谨慎使用货币政策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在一般消费品过剩背景下，中国不可能发生恶性通胀

很多人把这次中国的通胀跟20世纪90年代初的那次通胀相比，或者跟过去几年俄罗斯、巴西两位数通胀率，以及2008年印度的高通胀相比，担心中国会发生恶性通胀。个别研究机构甚至预测中国这一轮通胀会达到20%左右的恶性通胀水平。这种担心是一种脱离了中国经济当前具体背景的简单推理，是错误的。

中国的商品总体供给格局与20世纪90年代初的短缺经济背景不同，就绝大部分消费品而言，不是商品短缺，而是生产能力过剩。在生产能力总体过剩的大背景下，不可能发生短缺经济背景下才容易发生的恶性通胀。事实上，即使考虑货币贬值因素，绝大部分制造业产品，比如家电、汽车、纺织品、日用消费品等的绝对价格并没有上升，有的比10年前还有所下降。此外，与20世纪90年代相比，中国现在拥有多层次的资本市场体系，庞大的地产市场以及商品期货市场。因此，居民没有必要为了避免货币贬值而像十多年前那样抢购日用消费品，企业也可以通过长单、期货套期保值等手段来管理自己的生产成本，也没必要像十几年前那样大量囤积原材料和产成品。同样作为最近几年增长速度较快的经济体，中国的经济结构与印度、俄罗斯、巴西等国有本质的不同。印度的增长是在没有发生大规模工业化的背景下，依靠软件金融服务业以及个别资本密集型产业的带动而崛起的；巴西的高增长是作为农产品出口大国受益于全球农产品的涨价；俄罗斯则主要靠能源出口和能源加工业。与上述国家不同的是，中国是加工制造业产品的崛起而带动的。所以巴西、俄罗斯过去几年有较高的物价上涨水平是很容易理解的。印度除了受能源价格、粮食价格影响之外，其制造业消费品生产能力也不可能同中国相提并论。所以上述国家可能出现两位数的通胀，而中国不会。

成本推动和输入型通胀压力将长期存在

历史上能够造成通胀的原因大概有以下几种情况：成本推动型、需求拉动型（供给不足）、外部输入型、预期因素、货币流动性泛滥等。

首先，预期因素不会成为加速我国通胀的主要因素。如前所述，中国不会出现“老百姓囤积消费品、企业和厂商囤积原材料”的情况。其次，货币流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动性因素也不是通胀的主要因素。中国确实有很多的货币流动性过剩，但是并没有形成“过多的货币追逐过少的产品”的局面，而是“过多的货币都趴在商业银行体系里贷不出去”。既然过剩的货币没有跑到消费品市场（居民存款稳步增加）、企业信贷也受到严格控制，那么货币因素就不是推动通胀的主因。中国通胀形成的主要原因可以概括为“以能源食品需求过剩为背景的输入型成本推动”。

虽然不存在总体的需求过剩和供给不足，但是在能源和食品领域，中国的确存在供不应求的状况。全球铁矿石、石油涨价有多方面的原因，但是至少在舆论上，“中国需求”是一个被炒作的题材。能源、原材料和食品价格的上涨，是推动我国CPI和PPI上涨的两个轮子。大宗商品推动了PPI的上涨，食品推动了CPI的上涨。

对于这种成本推动、局部需求拉动、输入型通胀的治理显然不太容易，因为中国对能源和食品的需求不太容易压下来，就算中国实际需求下来了，全球大宗商品和粮食价格也未必会下跌，因为对这两类全球定价的东西，中国没有调控能力。推动物价水平上升的另一个成本来源于劳动力价格的上涨。显然，即便有能力干预，政府也不应该干预，因为这是好事，不是坏事。

通胀是中国经济转型的开始

多年来，政府一直在引导中国经济结构转型，并取得了一定成效，但是尚未从根本上改变粗放式增长的基本模式。建设资源节约型、环境友好型经济结构，促使企业改进生产技术、提高生产效率，促进产业结构升级，提升中国产品在海外销售的品牌、渠道、定价能力和利润率，从根本上还是要通过实实在在的成本收益压力来推进。过去几年，为了稳定下游的产品价格，我们对要素价格（比如成品油价、电价、煤价）的管制，不仅补贴了中国，而且补贴了全球。事实上这次成品油涨价和电价调整对PPI和CPI的影响不会有想象的那么严重。由于下游消费品处于供给过剩、过度竞争的格局，所以涨价能力不强。但是一部分过剩的生产能力有可能被压下来，另外一部分也必须通过生产效率提高来消化成本的上涨。这恰恰是通过市场手段推动经济转型的必要过程。中国的生产要素价格逐渐放开，走向市场化，是一个必然的趋势。只要把握好放开的节奏和幅度，通胀就会稳定在可承受的范围之内，而可承受的通胀水平恰恰是中国经济结构转型真正开始的必要条件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于输入型和成本推动型通胀，谨慎使用货币政策

由于当前中国过剩的流动性没有去追逐过多的商品而是越来越多地趴在银行，所以货币政策对于抑制通胀作用不大。我国实施了一年多从紧货币政策，但是信贷总额依然高速增长、社会商品零售总额增长速度更是超过了20%。也就是说，货币政策仅仅调节了货币在商业银行和中央银行之间的配置比例，没有起到抑制总需求的作用，却极大地提高了企业的微观资金成本，并且吸引了更多的热钱流入中国。从当前的全球形势看，通胀本身可能成为一个长期的现象。事实上，真正在过去几年稳定全球物价水平中发挥核心作用的是中国、墨西哥、土耳其等国家。但是，在中国用自己的资源“补贴”全球的战略不能持续的时候，美国却为了应付次贷危机而连续大幅降息，任由美元贬值。目前全球经济都进入通胀阶段，连欧洲等低增长国家的CPI上涨都超过4%，中国此时既没有能力，也没有必要去干预全球的价格。在全球通胀背景下，对于中国10%左右的GDP增速而言，6%～7%的通胀水平，短期内不可能降下来。值得警惕的是，虽然GDP可以依然保持高增长，但是这种增加值的增长与企业利润的增长可能出现背离。

经过30年的财富积累以后，中国居民的边际消费倾向越来越高，社会商品零售总额增长趋势越来越快；投资高增速依然可以保持在25%左右，尤其是灾后重建，可能还会进一步推动西部开发战略的加速进行，推动教育基础设施的加速改造、城乡基础设施的改造；出口尽管有所回落但仍然有巨大的顺差。所以中国的GDP增长是无忧的。但是增加值的持续增长未必能掩盖企业由于成本上升而造成的利润下滑——在这样的背景下，如果继续实施紧缩的货币政策，有可能出现20世纪90年代末期所谓“微观不好，宏观好”的局面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

勿患泡沫，勿忧通胀，勿信货币派

2009年三季度，中国经济触底回升的态势已较为明朗，此时又有人跳出来大谈泡沫和通胀的问题。这样旗帜鲜明地批评某一派学说对我来说是唯一的一次。事实上，理性的批判显然不如简单的忽悠容易传播，很多人都记住了中国货币超发的几个简单数据，而极少有人记住本文多年前所提及的“单位产能货币量”概念。因此，至今，我国的货币政策仍然被这些错误理论束缚住手脚。不掌握货币创造的真正规律，那些错误的理论还将为害中国。

在CPI依然为负的背景下，大谈特谈通胀的肯定是“货币派”，他们只盯住有多少过剩的货币，而不计算有多少过剩的商品卖不出去、有多少产能闲置，就妄言通胀；在资本市场刚刚恢复融资功能、地产市场投资刚刚开始活跃时就开始担心资产泡沫的肯定也是“货币派”——假如按照他们的观点收缩货币而不幸造成地产和资本市场重新陷入低迷，那么中国刚刚开始的经济复苏之路必然夭折。

产能货币供应量不支持通胀

通胀的意思是一般物价水平的上涨，按照货币派的定义是“过多的货币追逐过少的商品”。因此，单位产能对应的货币供应量，才是我们分析未来中国到底会不会有通货膨胀的核心要点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国有部门专门计算年度单位产能货币供应量的变化，发现单位产能货币供应量与通胀有着显著的相关性，但是通胀的出现一般比产能货币供应量开始增加要推后三年。前美国联邦储备银行主席格林斯潘判断通胀的依据也不仅仅是货币供应量的变化，而是产能货币供应量。根据这一指标格林斯潘在2009年6月份撰文指出，美国可能在2012年出现通胀。如果美国要到2012年才会出现通胀，中国的货币派们妄谈通胀，简直是杞人忧天了，因为中国的产能过剩远远比美国严重。

从全球主要经济体分析，中国的制造业占GDP的比重最高。尤其是，上一轮经济扩张周期长达五年，在这五年中，不仅固定资产投资规模连续高增长，而且厂房设备投资在固定资产投资中的占比逐年提高，从而积累了巨大的过剩产能。

本轮经济进入收缩期后，各行业产能利用率均处于历史低位。国内闲置产能不仅包括需要淘汰的落后、低端产能，还包括为出口服务的先进、高端产能。2009年仅出口萎缩直接减少的需求就高达5000万美元，相当于减少三四万亿人民币的总需求。再加上出口"乘数效应"，仅仅由于外部冲击，造成的产能过剩就足以对冲上半年国内增加的货币供应量——结果中国的单位产能货币供应量并未显著增加，绝大部分制造业产品都并未走出销售困难的局面，根本不可能普遍涨价。

显然，中国的产能过剩问题，既有国内前几年设备投资增长过快的原因，也有国际原因，解决产能过剩问题既需要扩张内需，也需要国际经济环境的好转。从未来较长的一段时间看，等西方经济复苏以后，西方的货币由现在的收缩重新进入扩张阶段，去杠杆化之后的杠杆化又重新开始，那时候美国、欧洲甚至俄罗斯、印度都可能先于中国面临通胀的风险，那时候只有中国的产品才能平抑全球的物价水平。从产能货币供应量来看，中国的通胀肯定发生在欧洲、美国之后。

过度竞争抑制价格向下游传输

从输入型和成本推动型通货膨胀的可能性来分析，中国也没有通货膨胀的忧虑。因为下游厂商的过度竞争会抑制产品的涨价能力。

2009年以来，LME(伦敦金属交易所)三个月铜价从12月份的最低2880美元/吨反弹至当前超过5000美元/吨，原油期货价格从2月份最低34美元/桶涨至目前超过60美元/桶。但是中国的制造业产品价格保持平稳，CPI同比依然为负值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更能说明制造业产品涨价能力的是2007年和2008年，其间石油曾上涨到140美元/桶，但是下游的塑料制品并没有涨价；铜曾到8800美元/吨，但是下游的空调和电缆并没有显著涨价；铁矿石价格涨得最少，也翻了一倍，但是下游的汽车价格还在下跌……

这些上游产品价格和下游产品价格的变化关系，充分说明了上游垄断竞争和下游过度竞争的背景下，下游产品的价格传导能力和涨价能力。当然，过度竞争的背后依然是产能过剩的问题。

当前，实体经济复苏乏力，大宗商品和原材料不可能重复2007年和2008年的局面。即使出现阶段性的上游能源原材料上涨，也不可能传导到下游，中国在未来较长一段时期内都不用担心制造业的价格上涨。

与制造业价格传导机制唯一不同的是粮食。粮价的上涨将直接造成食品价格的上涨，是中国通胀的唯一可能突破口。由于我国居民的恩格尔系数较高，食品价格在我国CPI中的权重约为三分之一，粮食价格的波动是导致CPI波动的主要力量。食品价格的持续上涨或维持高位，会增加居民的生活成本，从而增加社会劳动力成本，导致成本推动型的通货膨胀。只要食品价格不上涨，则很难出现所谓的通货膨胀。

目前我国农业生产发展势头良好，夏粮实现连续6年增产，2009年全国夏粮产量2467亿吨，比2008年增长2.2%，2009年上半年，猪牛羊禽肉产量为3580万吨，同比增长6.3%；农产品生产价格同比下跌6.2%。所以粮食和食品领域应该也不存在通胀风险。

从国际经验来看，通货膨胀往往发生在经济周期中的繁荣期前后，而经济复苏之初的CPI往往最低，国内经济目前仍然处于企稳复苏的关键时期。当前国际经济依旧低迷，制造业产能大量过剩，超额货币供应在短期内难以传导到物价上，全面的价格上涨仍不具备条件。

从长期来看，中国经济结构已经与20世纪90年代的经济结构有天壤之别：现在是过剩经济，而彼时为短缺经济，对于一个制造业产品过剩的经济体而言，全世界最不应该担心通胀的就是中国！

重新认识资产价格对经济复苏的意义

在中国的某些决策部门和研究机构对资产泡沫忧心忡忡的时候，很少有人注意到美联储前任主席格林斯潘2009年6月份写的一篇文章。在这篇文章中，格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林斯潘说："今年3月初至6月中旬全球股市上涨，可以说是经济环境意外好转的主因。新创造出的12万亿美元公司股权价值，显著增强了金融及非金融机构的资本缓冲，支撑着它们发行的债务。"

这是格林斯潘第一次公开承认资本市场的重要意义。在同样一篇文章中，他甚至说：与传统智慧相比，我赋予股票价格更重要的意义，它不仅仅是经济的先行指标，甚至是经济复苏的主要动力！

显然，在西方，股票价格的上涨为银行提供新资本，改善了那些原本资金极其匮乏的金融机构的资产负债表，使之能够加大放贷，进而结束了整个金融体系去杠杆化的过程，结果使西方经济意外好转。而在中国，从实际情况看，过去半年资产价格回升也是我国经济复苏的主要动力之一。2009年上半年我国商业银行发放7.4万亿元的天量新增贷款，创出历史最高水平，由于全社会流动性极为宽裕，不仅企业的资金面得到改善，房地产、股票等资产价格也逐步回升。股票市场的回升直接增加了居民财富，正在逐步活跃消费。同时资本市场的交易活跃、融资功能的恢复，开始为企业提供新的融资渠道，那些在上涨过程中减持股票的"大小非"持有人，在资产变现后也只能进入投资或消费领域。房地产开发投资的明显回升，则拉动上游的建筑建材、钢铁、工程机械等行业需求大幅回暖，从而成为拉动经济增长的主要动力之一。

因此，笔者认为，中国资产市场的活跃不仅是经济复苏的前提和标志，而且是经济持续复苏的必要条件和保障。未来半年资产市场依然是吸纳货币流动性的主阵地，但是资产市场与实体经济之间不再是传统经济学家所描述的对立关系，相反，资产市场的繁荣会越来越有利于引导资金流向实体经济。房地产市场活跃将成为地产、水泥、钢铁、建筑、家装、家电等行业持续复苏的主要驱动力，股票市场将成为把居民储蓄流向上市公司实业投资的重要渠道。

一般而言，在经济复苏初期，资产价格的上涨总是会远远领先于物价指数。为了进一步活跃消费、刺激生产，一定程度的资产泡沫对于经济的复苏有益而无害。相反，如果过度担心资产泡沫，重新使地产市场和股票市场陷入低迷，刚刚活跃的地产投资再度停滞、刚刚恢复的股市融资功能再度丧失，经济的复苏进程必然会受到影响，传说中的经济"二次探底"恐怕就在所难免了。

货币和信用伸缩是经济不稳定的源泉

最善于把握宏观周期的投机家乔治·索罗斯一针见血地指出：信贷是全球

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济不稳定的根源。政府信贷放松管制的政策，以及市场原教旨主义者对市场自我修正能力的过分信任，导致美国市场的信贷泡沫越来越大，引发全球金融危机。目前要恢复经济增长，首先要扭转信贷坍塌的局面，并帮助银行建立起信贷的功能。

各个主流流派的金融货币学说都认为货币因素是影响经济短期波动的重要原因。弗里德曼认为：决定国民收入的短期因素就是当局所决定的货币供应量。哈耶克的经济周期理论则认为，信贷扩张给出的错误信号造成经济活动参与者的生产和消费计划的失调。

毫无疑问，在各个经济变量中，货币是最容易产生波动的因素，货币是央行能够直接影响的变量，因而货币的收缩与扩张往往领先于投资、消费、生产等需求因素，更领先于资源、劳动力、技术、制度等供给因素，波动的幅度也更剧烈。

对中国经济而言，这一轮经济见底回稳的核心要素是货币扩张，中间的传导因素以及支持经济持续复苏的必要条件是资产市场价格的回升和交易活跃。未来经济运行中最大的风险也在于当局所决定的货币供应量和资产市场、实体经济信用扩张与收缩的关系。

扩张性货币政策退出的最佳时点绝不是现在，而是全社会的信用扩张能够不依赖于央行决定的信用释放而自动运行之时。哈耶克早在1976年时就曾经撰文指出："货币创造已经不是央行的专利，它就像人类社会的语言、法律、道德一样，可以自发地出现！"

正是由于央行货币重造的过程和社会货币、信用创造过程的分离，我们才看到：2008年以来，欧洲、美国央行在不断向经济注入货币的时候，美国的金融系统、资本市场和经济体系却在信用收缩、消灭货币，结果美国经济依然低迷不振；中国央行并未增加基础货币投放，仅仅放开了信贷额度管理，就造成全社会信贷、信用、货币、资本市场和资产价值的膨胀，结果经济迅速复苏。

目前，中国的资本市场、资产市场、实体经济信用扩张的过程还不是一个自动的稳定过程，而是与商业银行的信贷扩张和收缩高度相关。政府货币政策，尤其是信贷政策的改变，一定要等到全社会的信用扩张能够持续、要等到股市能够保持融资功能并且能够健康稳定运行，要等到房地产市场能够保持活跃，要等到消费复苏、出口复苏，确保实体经济健康运行的时候，扩张性的货币政策才能够考虑调整，目前连微调都是十分危险的政策信号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加快推进中国利率市场化改革

银行业的净利润在2003年的时候仅为工业企业利润的4%，至2010年这一比例已经达到23%，上市银行净利润占全体上市公司利润的45%。高垄断利润引起了社会的广泛不满，作为全球资本最丰富的国家，中国为什么迟迟不推动利率市场化？银行在资金储蓄者和资金需求者之间怎样搭起一座桥而不是断开一道鸿沟？笔者于2011年10月接受了《金融时报》理论周刊专访。2012年6月8日央行将金融机构存款利率浮动区间的上限调整为基准利率的1.1倍，此前受到严格管制的存款利率浮动区间上限终于被打破；央行在其《2012年金融稳定报告》中称目前我国推出存款保险制度的时机已经基本成熟。正如笔者本文所论证并呼吁的那样，中国利率市场化正在加速。

长期利率管制不符合市场原则

记者：我们注意到，在现有的利率形成机制和贷款投放方式中，银行贷款主要投向大中型国有企业，且资金价格相对较低；即使是盈利能力很强、信用风险低的中小企业依然面临融资难、价格高的困境。您认为其中原因何在？

滕泰：造成这一现象的根源在于，决定企业信贷价格和信贷规模的关键因素并不是企业的盈利能力和信用风险，而是资金的可获得性。基于这一原因，信贷资源无法按照“风险收益相匹配”的原则进行配置，大中型企业和国有企业资金可获得性高，很容易通过银行获得廉价资金，而中小企业只能以较高的价格获

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得少量信贷资金，大部分资金通过自有资金甚至更高成本的民间借贷获得。

现阶段，大中型企业通过银行获得资金的价格在6%～7%（下浮10%至上浮20%），而中小企业通过银行信贷获得资金的价格则普遍超过9%（上浮30%以上），且信贷资金远不能满足资金缺口，只能通过10%～20%的资金价格向民间借贷或者从其他融资渠道获取。

由此，现有利率体系在导致信贷配置效率下降的同时，客观上造成了资金价格在不同类别企业间的"双轨制"，"双轨制"运行的资金价格体系有违市场公平原则。

管制利率不仅扭曲了信贷资源在企业间的配置，也"成就"了银行体系以"经济租金"形式从实体经济获取丰厚利润。在过去的八年中，我国GDP增长了1.49倍，工业企业利润增长了3.8倍，上市银行业净利润则增长了26.9倍（数据显示，2011年上半年，上市银行净利润已占所有上市公司利润的45%）。较高的保护性息差成为银行利润高增长的重要保证。银行业的净利润在2003年的时候仅为工业企业利润的4%，至2010年这一比例已经达到23%，预计2011年将接近30%。保护性利差在给银行体系带来丰厚利润的同时，也增大了实体经济的运行成本。过高的利息成本侵蚀了企业的经营成果，企业的利息和所得税负担已达息税前利润的40%。

利率市场化时机已趋成熟

记者：利率市场化改革推进至今，在您看来，实际进展状况如何？

滕泰：刚才讲的实际上是利率市场化改革的必要性和迫切性。从实际推进的情况看，存款的下限和贷款的上限已经基本放开，但进一步推进将涉及存款上限和贷款下限，导致银行利差收窄，下一阶段的利率市场化改革将进入"深水区"。当前银行体系已经有充分的实力迎接利率市场化，事实上，存款上限的放开也正在以理财产品等方式展开。

第一，1997年全国金融工作会议以来，剥离、注资、上市和保护性利差等政策相继为银行业提供了超过3万亿元的资金扶持；农业银行上市标志着国有商业银行经营管理体制的市场化初步完成，为利率市场化清除了最后的障碍。

历史上商业银行体系为我国改革开放和经济发展承担了沉重的负担。改制前夕，国有商业银行的不良资产接近2万亿元，拨备覆盖率则不足10%。1997年11月，党中央、国务院召开了第一次全国金融工作会议，明确了国有独资商业银行改革的目标和具体措施。在改制重组、改善治理和由行政评价向经济评价转变的同时，通过注资、剥离不良资产、上市、维持保护性利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

差四大措施支持商业银行的改革。其中，前三项支持政策为银行提供的扶持性资金超过2万亿元，维持保护性利差提供的资金扶持超过1万亿元，相关政策为银行贡献的资金共计超过3万亿元。可以说在1997年以后的十多年间，我国商业银行通过改制上市被“扶上马”，在保护性利差政策下又被“送一程”。政策红利使银行的盈利能力和利润水平快速提高，20年前技术破产的银行体系已经凤凰涅槃。

2010年农业银行成功上市，标志着我国商业银行体系改革初步完成。银行经营运作的市场化完成后，通过利率市场化改革切实提高资金配置效率，发挥金融对经济增长加速器的要求日益紧迫，实现资金定价机制的市场化业已成为下一个改革目标。

现阶段，我国商业银行盈利能力已经大幅提升，资产质量屡创历史新高，抗风险能力也大幅增强。2010年全球千家银行排名中，中国共有84家银行入选，其总资本占到千家总和的9%，而税前利润占比高达25%。全球“最赚钱的银行”前25名中，中国银行业独占5席。可以说，我国银行业资产规模、利润水平已经达到世界领先水平。在这一条件下，收窄保护性利差，逐步解放资金价格的条件已经具备。

第二，在央行、商业银行等金融机构仍然普遍担心利率市场化的推进会给银行带来较大冲击而却步不前时，2011年货币紧缩状况下利率市场化已经通过理财产品、贷款利率大幅上浮等方式实质性开始。

数据显示，2011年发行的4043款理财产品中，利率超过1年定期存款3.5%的理财产品达到2734款，占比达68%。所有理财产品的平均收益已经达到3.89%，当前阶段开始发售的理财产品的利率（以30天产品为例，年化）则普遍在4.4%以上。通过理财业务，存款利率市场化已经事实上逐渐开展。

与此同时，2011年以来贷款利率大幅上升。基准利率九折的贷款在2010年年底占比达到27.8%，而2011年6月份大幅下降18个百分点，至9.94%；基准利率上浮30%以内的贷款占比快速上升，2010年年底占比达到25.7%，而2011年6月底大幅上升18个百分点至43.3%。2010年6月份，商业银行一年期加权平均贷款利率为5.91%，2010年年底达到6.54%，至2011年6月份，进一步上升至7.33%，上升1.43个百分点，上升幅度达24%。这表明在货币紧缩的情况下，贷款利率的自主浮动程度已然扩大。

具体操作中应特别重视的几个问题

记者：国际经验表明，成功的利率市场化改革并不是一蹴而就的，而是法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

律、法规、金融创新配套进行，循序不断推进的过程。在当前的经济金融形势下，加快推进利率市场化需注意哪些问题？

滕泰：其一，建立行业自律机制，防范恶意竞争带来的冲击。证券行业佣金费率市场化告诉我们，缺乏有效行业自律的结果将是恶性竞争。自证券行业交易佣金设定上限向下浮动以来，由于业务同质性强，交易佣金比率在恶性竞争中快速下降，预计2011年将有20家以上的券商陷入亏损。证券行业的交易佣金费率和我国银行业存款利率具有诸多相似之处，只是由于银行业资产规模和对实体经济的影响要显著大于证券业，所以银行业恶性竞争给宏观经济带来的冲击也将远大于证券行业。由此，建立有效的自律机制，协调、规范行业竞争，防止恶性竞争对金融体系和实体经济造成较大冲击是利率市场化推进过程中应当注意的问题。

其二，注意与宏观经济形势相结合，以降低利率波动带来的影响。纵观全球各国利率市场化进程，各商业银行在推动利率市场化的过程中，由于利率市场化引起金融体系动荡的案例并不少见。比如，智利。1974年5月起智利开始实行利率市场化，次年4月取消了所有利率管制。过快的市场化步伐与金融监管的放松造成了存贷款利率的大幅波动，1977年该国贷款利率高达40%，并最终引发了80年代智利的金融危机。至1989年，智利中央银行持有的困境银行的贷款占GDP的近20%。再如，印度尼西亚。在1983年该国一次性放开所有存贷款利率限制，随后实际贷款利率长期高达10%～15%。高利率带来的道德风险不断在银行内部积累，银行不良资产快速攀升，终于导致了1990～1991年的银行支付危机。这些动荡案例背后的原因就在于，利率市场化的推进涉及资金价格的自主浮动，进而通过资金的供求变化影响到宏观经济的诸多指标。基于此，利率市场化的推进过程和步骤需要与宏观经济形势密切结合，防范改革引起的宏观经济冲击。

在当前货币紧缩的条件下，资金需求旺盛，利率市场化推行的初期阶段很可能带来资金价格短期的上扬。其后果有二：一是资金价格上扬过快、幅度过大将严重抑制资金需求，进一步加大实体经济资金紧张的局面；二是过高的资金价格和信贷市场的信息不对称会带来“逆向选择”和“道德风险”，从而加大银行信贷资产质量隐忧。反之，在货币宽松的条件下，利率市场化推行的初期阶段很有可能带来贷款利率的下降，从而降低企业的资金成本。

由此看来，在货币紧缩的时候，利率市场化需与降低存款准备金、加大公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开市场投放等政策相结合。同时，可以考虑在存款端逐渐放大利率上浮的幅度，参考同期理财产品的利率对存款利率做同方向、小幅度调整，从而扩大银行体系对资金的吸收和配置能力，理顺资金价格，提高政策传导的有效性。而在货币宽松的时候，利率市场化需和提高存款准备金、加大公开市场回收等政策相结合。同时，在贷款端逐渐放大利率下浮的幅度，参考同期债券和信托贷款等直接融资产品的利率对贷款利率做同方向、小幅度调整，从而扩大银行体系对资金的供给能力，切实降低实体经济的资金成本。

其三，条件成熟时可以考虑建立存款保险制度，从一定程度上防范金融风险传染。利率市场化加大了银行破产风险，经济周期下行拐点出现后这种风险将被快速放大。个别银行破产所带来的传染效应将是金融体系的灭顶之灾，因此利率市场化下建立存款保险制度对防范金融风险传染意义重大。日本在1971年建立了存款保险制度，根据《存款保险法》，1971年7月1日日本存款保险公司(Deposit Insurance Corporation of Japan，简称DICJ)成立。美国早于1933年就建立了存款保险制度，当时美国国会通过《格拉斯—斯蒂格尔法》，成立了联邦存款保险公司和联邦储蓄贷款保险公司。1933年后，美国银行倒闭数量大量减少，存款保险制度在防止银行挤兑和维护整个金融体系稳定等方面起到了重要作用。截至2003年全球已有78个国家设立了存款保险制度。不过，从利率市场化和存款保险的关系来看，存款保险制度建立与否并不是利率市场化推进的先决条件，众多国家存款保险制度的建立晚于利率市场化，且只是作为利率市场化完成后进行的制度性补充和辅助。

记者：利率市场化带来的首要影响是银行的净息差水平收窄，从而降低银行的净利息收入水平。对此，您有何预期判断？

滕泰：结合发达国家的经验，利率市场化会导致净息差下行10%～20%。我们预计我国商业银行息差在利率市场化之后将受到较大影响，具体来看存款端将增加20bps，贷款端将损失30bps。

从存款角度来看，我国现阶段银行负债端的实际成本在2%左右，其中存款的成本约为1.8%，理财产品平均收益约为3.89%。按照理财产品与存款的比重10%计算，市场化后存款端利率的上升影响为20bps。

从贷款角度来看，利率市场化后贷款的真实成本将逐渐向已经由市场定价的债券成本靠拢。目前债券的发行票息率与银行利率之间差额约为1.5%，考虑到债券市场对银行的替代，假定未来20%的贷款将按照债券市场定价，这一因素

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对银行利息收入的影响约为30bps。

由此计算，利率市场化完成后将收窄息差约50bps，以银行现阶段2.6%～3%的净息差水平计算，影响为17%～19%，考虑到银行对利息收入进行的收益结构调整，这一影响将减弱为10%～19%。当前阶段，银行业净利息收入占比约为80%，息差收窄所带来的净利息收入下降10%～19%，由此导致的收入下降约为8%～15%。以收入1000亿元的银行为例，按照25%的所得税率和40%的成本收入比计算，不考虑利率市场化影响的情况下，其净利润为450亿元左右，考虑利率市场化的影响，其净利润下降约70亿～125亿元，降幅为16%～28%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.2help.net

large business cycle

第二章

周期与增长，预测得与失

一双闲不住的手，一双闲不住的脚，一会儿向左，一会儿向右，一会儿踩刹车，一会儿踩油门……可是，经济周期没有被熨平，反而一再被放大，结果中国经济这辆车越来越颠簸……

不到五年时间，11次利率调整，22次存款准备金调整，2008年上半年还在“防通胀、防过热”，2009年又抗衰退，2010年四季度开始又抗通胀，2012年上半年再刺激，下半年又偃旗息鼓……

面对经济周期和政策周期越来越短，影响因素越来越复杂，我们该如何预测？又如何应对？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

经济触底通缩与资产泡沫并存

2009年年初，在一片悲观论调和争议声中，我率先提出中国经济已经触底，但物价水平将持续走低。正是这篇研究报告，引起了央行和国务院研究室等有关部门的关注，使我被邀请参加央行货币政策委员会的专家咨询会议以及国务院研究室的专家咨询会议，从而开始有越来越多的机会以市场派学者的身份参与政策决策。事实证明，当时我的三个判断都是正确的，天量的信贷刺激不仅使得中国经济止步回升，而且大量资金也涌入了房地产市场，造成房价快速上涨，形成一定的资产泡沫，而实体经济直到那年年底才走出通缩。

2009年年初，中国在一片“经济增速何时见底”的争论中实际上已经触底。然而经济增速见底却并不意味着能迅速复苏，而是呈现L型走势。如果消费和投资的增长速度不能够迅速回升，对于产品过剩的中国经济而言，物价水平将持续走低，直至CPI、PPI全部负值，形成典型的通缩特征。值得我们高度关注的是，过剩的货币流动性是会继续停留在商业银行领域形成所谓“流动性偏好陷阱”，还是会推升又一轮资产泡沫？

实体经济已经触底

如果一定要从统计数据上观察到全社会投资持续增长、社会商品总额增长速度环比持续提高以及出口不再回落，那时经济见底恐怕已经三个月以上了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方佣金比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一般而言，比宏观信号更敏感的经济指标是价格。正常情况下，只有PPI和CPI不再进一步回落，才意味着经济收缩过程结束，新一轮经济周期的来临。

然而，价格涨跌作为产品“过剩”或“稀缺”的反映，其变化有一定的滞后性，同时，它还会受到生产结构和消费结构变化以及货币供给状况的影响。在生产结构、消费结构或货币政策发生重大变化的情况下，价格信号有可能失真。那么，什么是经济见底或复苏的“先行指标”呢？除了企业家信心指数、采购经济指数这些比较主观的指标之外，既客观又领先的指标应该是企业用电量的变化以及存货的变化。

从发电量情况分析，2008年11月份发电2540亿千瓦时，创下26个月新低，回落到2006年8月份的水平，之后不再下降。虽然2008年12月份同比发电量数据仍然下降，但是环比已经开始趋于稳定。2009年1月和2月，剔除春节因素的用电量同比也不再下降。因此，从用电量的变化上分析，中国经济很可能在2008年岁末和2009年年初已经见底。

因为要区分原材料存货和产成品存货，所以从企业存货变化上分析的经济活动状况恐怕要更复杂一些。一般而言，在企业意识到一轮经济下滑开始之前，他们通常还会以较高的价格囤积一定的原材料，而一旦意识到销售大幅下滑是一个持续的现象时，企业通常已经积累了大量的原材料存货和产成品存货。到2008年三季度，我国工业产成品资金占用增速上升到28.5%，达到这一轮经济周期的高点，也是近20年来的存货增速高点。在这种状况下，企业迫于消化原材料等沉淀费用的压力，通常会维持一定的开工率以降低损失。因此，全社会的原材料存货会迅速减少，但产成品存货却有可能增加——对于中国很多企业而言，2008年第四季度就是正好处于这一痛苦的过程中。

一旦企业的原材料存货基本消化完毕，为了节省变动费用，企业减产的速度会加速。假设企业能够通过停产、解雇员工等方式，进一步压缩变动费用，企业效益有时候还会短暂地“回光返照”——虽然某些企业由于成本降低效益短暂回升，但是代表企业生产性活动的增加值（对应着宏观的GDP）却降到最低点！

触底容易回升难

因此，尽管从用电量和存货结构变化两个方面分析，中国经济可能短期已经触底，但是却未必能够迅速回升，而且长期调整压力依然巨大。这主要是因为在国内居民消费保持稳定、净出口对GDP的贡献依然强劲的背景下，企业自主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资活动依旧低迷。

就国内居民消费而言，无论是从统计数据上，还是从居民存量财富和可支配收入决定的消费行为的模式分析上，都能够维持在相对比较活跃的水平。就外贸而言，虽然出口总量迅速回落，但是进口回落的速度更快，结果净出口额对中国GDP的贡献并没有显著降低。进口价格回落不仅有利于原材料进口依赖度较高的厂商，也增加了消费者的福利，主要受影响的是出口导向型的企业以及相关的产业投资。

在消费和净出口增度回落、保持稳定的前提下，真正受影响的是企业自主投资。因为企业投资的主要前提是市场规模的持续增长——短期“见底”绝不可能成为启动投资的理由。2005～2008年，中国的工业企业设备投资总额在全社会固定资产投资总额中的比重始终保持在41%以上，远高于2005年以前30%和40%之间的水平。连续4年的设备投资高速增长，已经造成中国企业产能的大量过剩。在全球经济低迷、企业效益下降的背景下，企业自主再投资活动会受到抑制。长期来看，政府推出巨额投资计划抵不上企业自主投资的下滑。

比如，在新投资活动连创新低的房地产业，存量房的消化速度目前已经加快。考虑到新项目的开发周期需要两年左右，即便是有胆魄和远见的地产商最早也要在存量房消化完之前24个月才开始投资新的项目。因此，假设全国的存量房消化仍然需要30个月，那么最快还要再过五六个月，新的地产投资才有可能逐渐开始活跃起来。

所以，尽管政府出台了一系列经济刺激措施，经济可能短期已经见底，但长期回升乏力，2009年经济将呈L型增长态势。

流动性陷阱还是资产泡沫

为了遏制经济增速下降，管理层迅速加大货币扩张的力度，仅1月份就新增贷款1.6万亿元，货币流动性迅猛增加。然而在企业自主投资意愿下降的背景下，大量的货币流动性实际上无法释放到实体经济领域刺激投资，在居民消费日趋谨慎的背景下，也不会释放到消费领域推动物价上涨，结果要么停留在商业银行领域形成“流动性陷阱”，要么流到资产市场形成资产泡沫。

基于总需求大幅收缩，产能明显过剩，全球大宗商品、食品、居住价格都在普遍下降。我们测算，2009年，中国CPI增长约为-1.1%；PPI增长约为-3.5%，将呈现典型的通缩特征。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不仅如此，这一轮通缩在中国可能比全球持续的时间更长。因为在欧美等发达国家的制造业比重低，主要是信用收缩造成经济衰退；而中国制造业比重高，在外部冲击下，国内商品严重过剩是经济下滑的本质原因。因此，即便西方各国在下一轮经济复苏过程中出现通胀，中国经济仍然会长时间停留在通缩过程中。

与1998年的那一轮通缩相似，当前中国居民正在低利率的背景下，越来越多地把活期存款转为定存。1997年10月到1999年9月，我国M1增长率低于M2增长率，两者最大差距发生在1998年6月，为5.9个百分点。2009年1月，我国M1增长率只有6.68%，而M2增长率却高达18.79%，二者差距超过10个百分点。

如果M1增速大于M2，意味着企业和居民交易活跃，经济景气度上升；如果M1增速小于M2，表明企业和居民选择将资金以定期的形式存在银行，经济运行仍然在回落。1月份M1和M2增速的巨大差距，意味着中国实体经济活动依旧低迷，新增的货币流动性绝大部分转为定期，停留在商业银行系统，只有较少的部分从实体经济和银行系统流出到资产市场。

当然，如果考虑1月份春节因素，实际上M1增速环比仍然是上升的。这也是最近一个阶段房价趋稳、股市回升的主要原因。然而，整体来看，中国经济已经处于“通缩”状态，预防性货币需求的增速远远大于投机性货币需求的增速。未来仍将会有越来越多的货币被人们储存起来，形成“流动性陷阱”。

虽然未来几个月M1环比仍然会有一定增长，M2增速也会有所回落，从而使活跃资金所推动的资产市场保持活跃甚至催生一定泡沫，然而由于实体经济依旧低迷，在货币“流动性偏好陷阱”阶段期待大规模的资产泡沫是不现实的。也许只有当下一轮全球景气周期来临时，中国资本市场才能迎来真正的牛市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

见底快回升慢“保八”仍有望

本文是我公开发表文章中较少的从统计学角度计算增长动力、推算经济增速的文章之一。文章乐观地看到2009年及之后两年“保八”仍有希望，同时也揭示了随着城市化进程放缓、人口红利衰减、制度改革红利收窄、土地红利递减、社会保障制度和收入分配制度制约消费、创新能力制约企业自主投资以及资源成本瓶颈等原因，中国经济增速将重新回到8%以下。2012年的经济走势如期验证了这篇三年前的判断。

2009年4月份以来，随着中国宏观经济触底逐渐成为共识，很多人开始对经济有了过于乐观的预期，更有人开始担心所谓通胀，呼吁货币政策转向。我们认为，中国经济走势在很长时间内将是L型，即“见底快、回升慢”。尽管最新公布的各项指标已经回稳，但是经济自主复苏的力量还很弱，L型尾部的上翘至少要等到三季度，能否演变成U型还不确定。

投资的贡献度下降

在一季度6.1%的经济增长构成中，按照有关部门的统计数据，消费大约贡献了4个百分点，投资大约贡献了2个百分点，而净出口的贡献是负0.2个百分点。值得进一步探讨的是，投资在过去若干年里都贡献5个百分点左右的增长，而2009年一季度的固定资产投资又是在2008年一季度较高投资水平上猛增28.8%，固定资产投资对GDP增长的贡献怎么会突然变成只有2个百

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分点呢？

其中的关键在于固定资产投资与新增资本形成的关系。在一季度的固定资产投资总额中，新开工项目所占比例较大，而在这些新开工项目中土地购置是不计入新增资本形成的。还有一部分固定资产投资是形成流动资金，在项目竣工以前，也不计入新增资本形成。更重要的是，工业去库存的速度非常快，产成品占用金增长率仅仅用了短短三个月的时间就从2008年11月底的25%以上下降到2009年2月份的11.7%。正是以上原因造成了在固定资产同比增长28.8%的背景下，新增资本形成总额实际增长率只有7%左右的局面。

按照上述逻辑，如果去库存化的过程结束，新开工项目进入施工期，新增资本形成的速度加快，那么投资对GDP的贡献会迅速提高。但是我们仍然无法期待投资对GDP的贡献会恢复到2007年的水平。主要原因是：虽然在财政投资和银行信贷支持下，铁路、公路、机场等基础设施投资迅速增加，但是工业企业扩大再生产投资增速却大幅下降，同时房地产行业在销售上升的情况下，投资也在迅速下滑。

就工业企业扩大再生产的状况而言，不仅短期受到库存规模过大的影响，而且长期要受到产能过剩的影响。我国上一轮经济扩张期长达5年，连年大规模固定资产投资积累了巨大的产能。目前国内闲置产能不仅包括需要淘汰的落后、低端产能，还包括为出口服务的先进、高端产能。一季度，工业产成品存货绝对规模依然有1.98万亿元，绝对数仍处于较高位。受产能过剩和库存总规模较大影响，一季度制造业投资增长同比回落4.6个百分点，未来这一增速递减的趋势还将持续。

从房地产行业来看，短暂的销售数据回升还没有刺激这个行业的投资热情。2009年1～4月，全国商品房销售面积17625万平方米，同比增长17.5%，可是地产投资依然低迷，一季度房地产投资增长8.0%，同比回落26.7个百分点，低于全社会固定资产投资增速20.8个百分点。此外，施工面积、房屋新开工面积、房屋竣工面积、房地产企业和土地购置面积虽然环比趋稳，但同比均大幅回落。

总之，从投资对经济增长的拉动作用来看，一方面是财政投资和信贷支持造成基础设施资本形成速度加快；另一方面是企业扩大再生产以及房地产投资的持续低迷，即便地产投资能够在三季度逐渐活跃，全社会新增资本性形成增速最早要到三季度才可能回到相对较高的水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

消费增速仍较低

在一季度快速去库存后，如果国内外消费需求维持一季度的水平，工业企业原本应该开足马力生产。然而，4月份用电量不增反降、工业增加值继续保持7.3%的较低水平，CPI同比回落1.5%，PPI同比回落6.6%，这表明国内外消费需求增速不但没有提高，反而有所下降。尤其是CPI和PPI的最新数据表明，仅仅把工业生产的下降归结为去库存和出口下降是不够的，国内通货紧缩和需求不足的状况依然严峻。

事实上，即便是国内社会商品零售总额14.8%的增长，在很大程度上也是得益于消费补贴的作用。最新社会商品零售总额统计结果显示，4月份，家具类增长22.8%，汽车类增长18.5%，建筑及装潢材料类增长10.8%——这三个增幅最大的类别恰恰是与家电下乡、汽车下乡、房地产刺激政策有关。假设没有上述政策，国内消费的自然增长率会明显低于14.8%的水平。

就当前从中国居民的消费决定模式来看，无论对于社保覆盖范围内的城市居民，还是绝大部分在社保体系覆盖范围外的农村居民而言，都对储蓄、地产、有价证券等财产性收入有着很大的依赖——中国已经进入"储蓄防老"的时代。在存款利率较低、储蓄收入减少的背景下，中国居民的消费是不可能迅速增长的。而从居民可支配收入变化来看，虽然当期可支配收入仍然维持较高的增长水平，可是在就业预期较差和较普遍的降薪预期下，中国居民当期收入决定的消费增长速度也会降低。

在这样的大背景下，随着消费补贴政策效应的递减，经济自身力量决定的消费增长速度也无法期待有大的变化。在国民收入增速下滑持续一定时间以后，消费增速依然会维持在较低水平，甚至不排除阶段性回落的可能。

需培育新的增长动力

如果把外部经济回暖也算成经济自主复苏的动力，那肯定是指望不上的。从国外环境看，虽然美国金融市场已经趋于稳定，但是失业率仍然居高不下，商品零售额依然在下滑。日本经济由于严重依赖出口，制造业景气指数创该国历史低点，其回暖复苏肯定在美国之后，欧洲经济的复苏更加缓慢，全球经济复苏至少要等到2010年，中国的进出口贸易不可能迅速回升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
其他期货公司比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这样的背景下，2009年3月份我国出口额为901.7亿美元，4月份增加了近18亿美元，同比下降22.6%，环比增长只有2%，表明出口形势依然严峻。

与此同时，剔除财政投资、信贷扩张、消费补贴等人为因素之后，国内经济自主复苏的动力同样很弱。如果信贷增速保持在去年同期的水平，M1、M2恐怕还徘徊在历史低位、固定资产投资不会上升到30%，用电量、PMI、投资、消费都会是另一种景象。事实上，如果没有推出一系列保增长的有力措施，那么一季度我国的GDP增长率甚至可能在4%以下。

虽然从中长期看，我国经济增长势头依然很猛，但是经济内在的自主增长力量的确有部分被削弱的迹象。这些被削弱的增长动力包括：城市化进程放缓与人口红利的衰减、制度改革红利的腾挪空间收窄、土地红利的递减、社会保障制度和收入分配制度制约消费、创新能力制约企业自主投资，以及资源成本的瓶颈等。

展望未来，我们认为，中国经济尽管已经触底，但经济自身的自然增长动力仍然十分虚弱。随着新增资本形成速度加快以及房地产投资可能回升，2009年三季度中国GDP增长率会明显提速，两年内“保八”还是有希望的。但是如果不能在这两年里通过“调结构、促改革”培育新的增长动力，那么两年后当巨额财政资金带来的基础设施投资释放完毕，当高额信贷增速逐渐回落，当补贴效应开始递减，中国的长期潜在增长率或将回落到6%～7%的水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

双轮驱动，U型增长

这是一篇半年度经济预测的演讲。在这篇演讲中我首次提出了判断经济周期的不同方法问题。面对财政投资和新增信贷的井喷，我预见到在2009年下半年“新增资本形成迅速提高”和“房地产投资加速”双轮驱动下，中国经济将U型复苏，并在未来两年之内“保八”无忧。然而，长期来看，4万亿投资只能解“一时之需”，中国经济需要加快结构调整，否则将形成复合L型增长。如今，到底是这一轮复苏延迟还是真的L型增长？

各位上午好，很高兴又一次站在这里和大家交流我们对下半年后面形势的一些看法。在提出我们的一些观点的时候，我首先给自己也给大家提出一个问题，就是为什么面对完全相同的研究对象，面对着几乎雷同的宏观分析数据，不同的经济学家却得出了如此多，这么大差距的对未来经济走势的看法。有人说是W型，有的人说是U型，有的说是L型，有的说是V型，我个人认为，并不是说他们研究的数据有什么差异，逻辑上的差异也不是根本的，根本的原因还是这些经济学家，这些研究机构背后的哲学和经济学的研究方法不一样。从短期来看，对经济形势判断波动最厉害的，莫过于货币学派，在美国，货币主义坚信决定国民收入变化的根本因素就是当局所决定的货币供应量的变化。从决策当局来看，美联储的前主席格林斯潘也是，虽然受到凯恩斯主义的影响，他本质上还是一个坚定的货币主义者，因此在过去的若干年里，他不断地通过利率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以及货币政策对经济"踩刹车"和"踩油门"，大部分时间是对了，但是这次金融危机之后批评的声音也是很多。在中国以北京大学中国经济研究中心的几位教授为首的，他们也是铁杆的货币主义。在2007年、2008年上半年，世界经济危机已经非常严重的情况下，这些学者们还要提高存款准备金率，以至于对我们的经济决策产生了重大的影响。

还有的学者是信奉凯恩斯主义，认为经济和财富增长的核心动力真的是需求方面，我认为不是的。就好像前一段时间我和一个学者交流的时候，他说我们没有必要悲观，因为我们还有很多的农民没有开上汽车呢，潜在需求大得很！我说如果说这样就能证明前景好，那实际上有最好的前景的不是中国，而是那些非洲的贫穷国家，反而是这一次经济危机，又有很多人返回到贫困线以下。下面我们就从货币、需求、供给等决定中国经济未来的短期、中期、长期走势的三个方面分别做一下分析。

首先我们看一下货币方面，虽然说长期来看它不是经济增长的主要力量，但是它确实有一定的影响，这一次金融危机最大的赢家是乔治·索罗斯，他说信贷是全球经济不稳定的源泉。哈耶克也说信贷的扩张给出错误的信号，造成经济活动参与者的生产和消费计划失调。信贷和货币的波动，既然是经济增长的核心要素，如何看信贷的变化呢？其实哈耶克在1976年的时候写了一篇文章叫《货币创造的非政府化》，他提出"如今的货币创造已经不是央行的专利，他就像人类社会的语言、道德、法律一样可以自发地出现"。很多人不理解这句话是什么意思，但是经历过这一次的经济危机之后大家就明白了。比如说美国为了刺激经济，扩张信用，投放了大量的基础货币，M1的增速是翻倍的，但是M2的增速还是个位数的。也就是说在2002年到2005年那一轮所谓的流动性过剩的时候，很多人批评美国滥发货币，实际上他的投放速度远低于中国和欧洲，那么是什么造成了流动性过剩？显然利率相关，更重要的是资本市场的金融创造、货币创造，是投资银行和商业银行的信誉创造。什么叫作货币？假设在一轮牛市当中，你取出100万人民币，放在账户当中，过了三个月它变成了200万，然后你再存到银行里面去它就创造了100万的货币。反过来说它也可以消灭货币。资本市场的信用扩张和收缩，商业银行和投资银行的杠杆放大与收缩，企业信用的扩张和收缩，这就是货币创造的根本要素。这就可以解释，为什么一方面美国、欧洲的央行拼命地大量地投放货币，同时他们流通当中的货币并没有扩张，M2并没有增加，因为央行在注入货币的同时，投资银行在减少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杠杆，企业之间在减少相互提供的信用，流通的信用和货币量并没有太大的增加。但是中国市场则不同，2009年我们信贷增长最快的时候，基础货币的增速甚至还有所回落。我们这几轮信用扩张的时候，我们的央行并没有注入太多的流动性，我们只是把商业银行的信贷额度取消了，就造成我们的M2增速快速增加，远远超过美国。我们的企业，或者是商业银行、资本市场都在创造信用，这个过程到目前为止还在持续。

短期来看，货币的扩张，最终还是会推动经济增长。从这个角度来分析中国经济短期的走势，是比较乐观的。无论是直接提供的货币，直接进入消费领域还是直接进入投资领域，甚至于通过房地产市场、股票市场形成一定的资产泡沫，最终还是会刺激消费并推动增长。

下半年，从中央来看，扩张性的货币政策不会有根本的改变，可能有一些总量的微调和变化，新增的因素又会导致流动性的扩张继续延续。从2009年年初1～4月份有热钱撤出的情况，但是从5月份开始，外汇占款就越来越多了。下半年人民币升值的预期进一步强化，如果为了保证出口，不允许人民币继续升值的话，就又会出现热钱涌入。我们认为整个过程，货币的状况推动经济产生积极影响的过程，在下半年仍然会持续。这个持续到底会不会造成资产泡沫和房地产泡沫，这个泡沫到底应不应该打压？最近格林斯潘又写了一篇文章，他说："今年3月至6月中旬，全球股市的上涨，可以说是经济环境意外好转的主要因素。新创造出的12万亿美元公司股权价值，显著增强了金融和非金融机构的资本缓冲，支撑着他们发行的债务。"可见在他的眼中对股市和经济的看法和我们的决策者有多么大的不同。格林斯潘又说，"我承认与传统智慧相比，我赋予股市的经济使命要大得多，在我看来，股价不仅仅是全球商业活动的一个重要的先行指标，还是这些活动的一大推动力。"中国前一阶段地价上涨和股市的活跃其实也是下半年经济的重要的驱动力。但是下半年通货膨胀会不会存在？格林斯潘也说有可能会有通胀，但是他的判断是说，没有那么短期，他认为在美国，这个通胀在2012年才会到来，也许会提前一些。同时他提出一个概念，单位产能对应的货币量的变化。这个词是我们分析未来中国到底会不会有通货膨胀的核心要点。很多人看到我们这一轮货币扩张是历史上最高的，这么多的货币，有了货币自然会出现通货膨胀，但是另一方面中国有多少过剩的产能？货币是过剩的，但是产能和产量是更加过剩的。美国、俄罗斯、欧洲都有可能2012年出现通货膨胀，但是中国不可能。我们认为中国短期甚至中期都不会出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现通货膨胀，在很长一旦时间内，防通胀都不是我们经济工作的主要任务，因为我们制造业的结构和美国、印度、巴西，跟所有国家都不一样。我们是制造业比重最高的国家。宁波一个企业一夜之间可以给你生产出多少顶帽子、多少棵圣诞树、多少个打火机？你不要指望那些东西会涨价。还有人担心如果石油和原材料价格上涨怎么办？首先我们认为石油不会那么快速地增长，其次，即使它上涨了，它下游产品也不会那么快地上涨。过去几年石油、铜、铁矿石价格上涨的时候，你有没有看到电视机、汽车价格的上涨？只要食品价格不上涨，CPI很难出现全面上涨。在判断没有通货膨胀的同时，我们也认为货币会向资产领域流动。和20世纪90年代的经济结构最大的不同，就是现在是“过剩经济”，那个时候叫“短缺经济”，对于一个制造业产品过剩的经济而言，比如衬衫，一个厂家可以一夜之间生产出很多的衬衫，来控制住价格，但是资产不一样，当货币泛滥的时候，你没有可能一夜之间变出很多的房子，也没有大量的股票来供给，因此资产泡沫会长期持续，会成为一种常态。中国的资产市场将继续成为吸纳过剩货币的主阵地。我们认为中国的房地产短期只是有一个回调，长期肯定是看好的。影响房地产价格的有几个变量，比如说金融创新的变量，利率信贷的变量，居民收入的变量，贫富差距的变量，移民和人口变动城市化的变量，土地供给和需求稀缺的变量，还有物价指数等的变量。金融危机以后英国房子会跌，美国房子会跌，俄罗斯的房子也会跌，但是你不会看空新西兰和澳大利亚的房子，虽然说它的涨幅远远高于中国，这是因为每年有1%的移民增量。金融创新不是驱动中国房价的主要因素，而中国的移民因素、城市化的因素甚至还高于新西兰和澳大利亚，更不要说土地的稀缺，跟俄罗斯、美国比的话，我们的土地太稀缺了。在美国西部你拿100万可以做一个农场主了，而在中国你是根本办不到的（土地不私有）。

从货币来看我们对中国经济是看好的，从中期来看如何研判一个国家的经济走势？我们觉得上半年和下半年最大的不同，就是我们提出的“两轮驱动”。什么叫两轮驱动呢？第一是新增资本形成会迅速提高，第二是地产投资会大幅度提高。这两个轮子其实都是投资的轮子，新生资本形成为什么重要，这就涉及国家统计局的一些统计方法。一季度我们固定资产投资增长率是28%，5月份达到32%，这么高的固定资产投资率，统计局告诉你的数据是，一季度投资拉动GDP的增长只有2个点，这个让人非常的费解，因为2007年、2008年的时候固定资产规模比现在小得多，那个时候贡献的是5个点、6个点，而现在反而只有2个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点，这和投资结构以及统计的方法有很大关系，因为新开工项目占了92%，那么在一个项目开始建设的时候，无论是财政拨款，还是银行信贷还是自筹资金，在初期的时候，只能用大量的资金去购买原材料，而在建项目和已建成项目非常少，起步阶段一定是这样的，这就是为什么会出现这样的数字的原因。一季度新增资本形成总额只有7%多一点，而下半年我们认为新增资本形成的增长率会达到17%～20%之间，它对GDP的拉动会到下半年的4.6个点，一下子就会涨出2.6个GDP。从基建投资这一块来讲，我们看到这个数据还是在高速增加，形成明显的拉动。

地产投资是双轮驱动的另外一个因素，大家可以看到竣工面积、施工面积、开工面积的数字，一季度或者是过去，尤其是一季度到4、5月份，一个最大的特点，住房的销量迅速回升，价格企稳，但是新开工面积同比是-20%左右。1～5月份恢复到-16%，一方面价格上涨销量增加，但是房地产新开工的项目没有，这可能是受去年以来地产低迷的刺激。在上上个礼拜，我参加亚洲地产论坛，发表了主题演讲。在那个会议上，全国地产界的大佬们讨论的结果是，无论未来怎么样，无论这一轮房地产怎么样，现在拿地是第一重要的，所以现在地产商正迎来一个拿地的高潮。新开工面积和地产投资在下半年将是完全不同的景象，这就会拉动水泥、钢材等一系列的行业。地产的拉动，投资的拉动，尤其是新增资本形成的提高，会改变下半年的形势。

虽然说投资的情况如此好，但是对出口和消费我们持谨慎的态度。

出口下半年将有所好转。但是还是会同比负增长，因为欧美几个发动机同时熄火。由于产业的动力，自由化的动力，甚至美元的财政扩张模式也受到了挑战，美国经济不会短期内复苏，这样的情况下，对我们的出口不应该盲目地乐观。

在消费方面，我们认为社会消费品零售总额还是保持一个平稳的增长。整体来看，在这么几个指标的预测下，我们认为下半年GDP会到9%以上。

长期来看，为什么叫分化震荡，U型复苏呢？我们的财政投资，占GDP的比重已经是历史新高了，而且税收的变化也处于非常严峻的状态。到目前为止，应该说财政的投资，对于短期稳定增长产生了非常积极的作用，但是它的负面作用是一旦在过一段时间以后，经济指标好了，CPI起来一点，有一点通胀的苗头，就会有人来批评挤出效应，投资效益低等一系列的东西都会出来。在目前的情况下，我们这么大的投资，即使是对的，也会产生很大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问题。我们这样扩张的结果，将来还必须要开拓新的财政税收的来源，还会面临很多的问题。如果说现在我们4万亿投资出去了，两年保增长保住了，两年以后靠什么呢？有一篇文章写道，“中国的经济是一头被阉割的牛”，这个话不太好听，但是非常的精确，就是凡是干活的牛都是用鞭子打的，我们的一季度如果没有4.5万亿的信贷，没有财政投资的话，可能GDP就会成为新中国成立以来最差的一年。这种高投资长期来说是难以持续的。对投资来说，我们继续看好水泥、地产、原材料行业、工程机械、高速公路、铁路这些跟投资相关的东西，但是长期，到2010年或者是2011年，高投资就要撤，水泥可能会出现产能过剩。但是对出口来看，我们认为到2010年以后，出口可能就没有那么差了，等欧美经济复苏以后，那个时候我们的出口还是会起来。2010年的这个时候，我们再讨论经济状况的话，我们肯定会告诉你，我们看好服装、造纸、机械、电子、贸易等行业。

从消费的角度来说，新型的消费增长领域正在逐步地形成。比如说汽车、通信设备制造和服务业等还在逐步地扩大。现在我们的城市化率是46%，未来十年可能是60%。人口集中的过程只要继续延续，服务业的空间还是非常大的。

长期来看，如何看待中国经济的长期增长，2008年11月份的时候，我们就提出L型的增长，下半年我们把它改成U型，长期来看的话，我们还是认为是L型，长期增长一定是供给面决定的。研究经济长期增长理论的有很多的流派，但是最早的就是亚当·斯密，他在国富论里面研究了分工以及微观企业的生产效率，凡是以社会分工和微观企业生产效率为经济增长源泉的，可称之为“斯密增长”，中国20世纪80年代的增长就是斯密增长，比如说农村联产承包责任制，就是改变了一个制度，很快就解决了中国人的温饱问题。这种制度整合出来的财富增长的动力，就是财富创造的源泉，而这个东西今后还有多大的空间？如果说我们没有在国有企业改革方面有很大的突破，如果说在大的垄断性行业不能向民营企业开放，我们还有多大的经济增长的空间？

凡是以投入产出作为一种分析去研究经济增长的，我们称之为“库兹涅茨增长”。中国现在技术投入和研究开发的费用比美国那些发达国家高，未来技术引进和技术创新能否持续？现在中国资本盈余是最多的，这么多的盈余如何转化为生产要素？我们非常看好金融行业，但是在这个过程当中，到底金融怎么发挥作用？未来肯定是调结构、促改革，如何调节经济结构，如何挖掘制度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

改革的动力？我们常说的“熊彼特增长”，就是“破坏性创新”，但是在我们这一轮经济增长过程当中，可能还不是“熊彼特增长”模式，很多企业“死”得太慢。

所谓“中等收入陷阱”，2008年的时候，我们就提出这个概念，我们的人均GDP在2009年第一次超过3000美元之后，很多的新的问题我们都必须面对，为了解决这些问题所支付的经济成本会一天比一天高。问题是，为什么这些国家跳不出这些中等收入陷阱？就是因为产业升级没有完成。从长期来看，我们认为保8最多保两年，但是接下来信贷一收可能就会回落到6%～7%的增长水平，长期来说，我国经济将形成一个复合L型增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三大不稳定因素影响2010年经济

2009年下半年开始的房价暴涨和外汇流入加速，注定了2010年的重拳打压房地产市场和信贷紧缩，股市的意外下跌以及经济增速的逐季下行。事实上，信贷和股市以及房地产市场的扩张与伸缩本来就是经济波动的放大器，这三个不稳定因素中，信贷和房地产的作用已引起决策部门的足够重视，而股市对经济的作用至今仍未被认可、发现。也许正是因为这个原因，我们才看到经济下滑超预期、股市下跌超预期——二者互为因果，恶性循环。2012年，随着财政政策效应日渐衰弱，货币政策又投鼠忌器，也许超跌的股市恰恰具备了又一轮暴涨的潜力，并可能成为经济回升的动力。

中央经济工作会议明确提出，保持宏观经济政策的连续性和稳定性，把扩大内需尤其是增加居民消费作为政策的重点，在促进发展方式转变上下工夫。显然，中央认识到，虽然2010年的中国经济总体上是乐观的，但对经济增长的可持续性不能掉以轻心。因此，从长期来看如何推动增长模式的转变，短期内如何消除经济增长的不稳定因素，应是2010年经济政策应该考虑的关键问题。笔者认为，影响2010年中国经济的三大潜在不稳定因素分别是：信贷的伸缩与扩张、资本市场的不稳定和房地产市场的不稳定。

信贷伸缩是经济不稳定的源泉

在美国，2007年以后次贷危机引发了商业银行信贷能力的剧烈收缩，是造

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成经济危机的主要原因。在中国，从2007年到2008年6月一直在不断地提高利率、提高存款准备金率，终于造成生产和消费的大幅萎缩。

2009年以来，中国经济的复苏首先得益于商业信贷的扩张，一季度的天量信贷是经济止跌回稳的最直接因素。而美国政府虽然给金融体系注入大量流动性，但是却没有恢复金融机构坍塌的信贷体系，总的信贷能力一直在持续大幅萎缩——直到3月中旬美国股市意外反转才使金融机构的资产负债结构有了明显改善，信贷能力逐渐恢复，经济到6月份开始出现回稳迹象。

毫无疑问，在各个经济变量中，货币是最容易产生波动的因素，货币是央行能够直接影响的变量，因而货币的收缩与扩张往往领先于投资、消费、生产等需求因素，更领先于资源、劳动力、技术、制度等供给因素，波动的幅度也远远大于上述需求和供给因素。

就中国经济而言，长期持续的信贷扩张受到银行资本金比率和风险控制能力的制约，但是一旦短期剧烈收缩，又容易引起资本市场、消费市场和企业投融资的下滑。因此，如何实现货币扩张的软着陆，需要很高的调控艺术。

股市涨跌对经济作用加大

在人们一直对资产泡沫忧心忡忡的时候，很少有人注意到美联储前任主席格林斯潘6月份写的一篇文章。在这篇文章中，格林斯潘说："今年3月初至6月中旬全球股市上涨，可以说是经济环境意外好转的主因。新创造出的12万亿美元公司股权价值，显著增强了金融及非金融机构的资本缓冲，支撑着它们发行的债务。"这是格林斯潘第一次公开承认资本市场的重要意义。

显然，在西方，股票价格的上涨为银行提供新资本，改善了那些原本资金极其匮乏的金融机构的资产负债表，使之能够加大放贷，进而结束了整个金融体系去杠杆化的过程，结果使西方经济意外好转。2010年，如果道琼斯指数能够回到12000点，则标志并驱动着西方经济复苏的进程好于预期；反之，如果像20世纪90年代的日本资本市场那样，反弹之后进入长期下跌趋势，则意味着西方经济将长期低迷。

在中国，从实际情况看，过去半年资本市场回升也是我国经济复苏的主要动力之一。股票市场的回升直接增加了居民财富，正在逐步活跃消费。同时，资本市场的交易活跃、融资功能的恢复，开始为企业提供新的融资渠道，那些在上涨过程中减持股票的"大小非"持有人，资产变现后的资金进入投资或消

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费领域——很多人担心太多资金流入股市而不是流入实体经济，这种把股市和实体经济对立起来的观点是错误的。事实上，流入股市的资金的确有一个“空转”的过程，但是最终都会通过上市公司进入中国经济最有效率的投资领域，通过居民财富效应进入主流消费领域。资本市场与实体经济之间不是传统经济学家所描述的对立关系，相反，资产市场的繁荣会越来越有利于引导资金流向实体经济。

目前，中国资本市场的股票总市值已达24万亿元，流通市值15万亿元；拥有股票投资者1.36亿人，基金投资者6000多万人。2009年中国通过资本市场为企业融资4685亿元。中国资本市场在国民经济中的作用虽然没有商业银行那么大，但已举足轻重。如果因为过度担心资产泡沫，出台不适当的经济政策或不适合本国国情的资本市场政策，重新使股票市场陷入低迷，则居民消费信心、企业投融资活动和整个经济的复苏进程必然会受到影响。

房地产的周期影响应受重视

在中国当前特定的经济起飞和城市化阶段，房地产周期的影响尤其应该受到重视。那些认为房地产价格有泡沫、希望房地产价格下跌的学者，其最主要的理论依据是居民收入和房地产价格的差距，主张抑制房地产价格上涨的基本出发点是维护社会公平。

决定任何一个国家房地产市场长期走势的因素主要包括五个方面：居民收入因素、财富和资产配置因素、人口因素、房地产金融因素、土地供给因素。就中国而言，虽然居民人均收入与房地产的价格静态比抑制房地产价格上涨，但是动态地分析，居民可支配收入两位数的实际增长率，却是推动房地产价格上涨的因素；从财富和资产配置方面分析，中国居民购房投资是30年家庭财富积累的结果，一代中产阶级的长期投资行为，是驱动中国房地产市场价格上涨的重要因素；从人口城市化和人口财产分布来看，中国是全世界城市化速度最快、最有利于城市地产价格上涨的地区；从房地产金融因素分析，中国是房地产金融最不发达的地区，除了房地产信贷，没有进一步的金融衍生工具，因此未来的房地产金融发展空间很大，每一步房地产金融创新都有可能推动地产价格上一个台阶；从土地供给因素分析，中国也是全球土地最稀缺的国家之一。

从以上因素分析，中国房地产价格的长期上涨是无法改变的经济规律，而这种规律所决定的运行趋势又有利于经济增长，那么就必须尊重这个规律，发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

挥其积极作用。至于由此所带来的社会公平问题，可通过加大力度建设保障性住房等方式来解决。

事实上，房地产市场的不稳定对经济带来的影响，远远大于与其相关的十几个上下游产业，因为房地产不仅仅具有商品属性，还具有金融属性。

如同股市涨跌的货币创造和财富毁灭功能一样，地产价格上涨或下跌的过程，也往往伴随着社会信用的扩张和收缩。有时候股市上涨、房地产价格上涨所增加的货币和信用创造，甚至会大于中央银行新增的货币投放量或商业银行新增的信贷投放量。反之，有时候股市和房地产价格下跌所消灭的货币和信用总额，足以抵消央行新增的货币投放或商业银行新增的信贷。

由于央行货币重造的过程有时候会同社会货币、信用创造过程分离，我们才看到，2008年以来，欧洲、美国央行在不断向经济注入货币的时候，美国的房地产市场、资本市场和金融、经济体系却在信用收缩、消灭货币，结果美国经济依然低迷不振；中国央行并未增加基础货币投放，但是由于商业银行信贷增加、股市上涨、房地产市场上涨，就造成全社会货币、信贷、商业信用、资本市场和资产价值的正向扩张，经济迅速复苏。

在中国的这一轮经济复苏过程中，核心要素是货币和信贷扩张，中间的传导因素以及支持经济持续复苏的必要条件，是股市和地产市场价格的回升和交易活跃。目前，经济复苏仍然处于“中流击水”阶段，中国的资本市场、资产市场、实体经济信用扩张的过程还不是一个自动稳定的过程，而是与央行政策、商业银行信贷高度相关。政府货币政策的制定，尤其是信贷政策的调整，不仅要关注物价，更要关注资产价格的稳定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“M”头若隐若现　加息慎之又慎

两年以后回头看，2010年的经济增速虽不是标准的“M”头，但的确是阶段性头部——季度GDP增速在2010年一季度创下11.9%的高点后逐步走低，直到2012年中期的7.6%，经济增速连续9个季度下滑。这里面既有经济自身的运行规律和外部性，也有加息、加存准等过度紧缩的影响。2010年10月，当由于食品价格上涨所推动的CPI连续几个月上涨后，央行开始毫不犹豫地多次加息，加存准率。本文对谨慎加息的建议失败了，对全年降息次数的预测也错了。然而当上述紧缩措施不幸遭遇欧债危机并造成2012年经济增速严重低于预期时，我不知道两年前是我错了，还是政策错了……

2010年经济增速或现“M”头

受2009年我国经济增速“前低后高”和2010年宏观调控共同影响，2010年经济增速将呈现一季度高，二季度较低，三季度较高，四季度低的“前高后低”、下台阶式的“M”头走势。在货币政策转向适度宽松的宏观调控作用下，全年通胀压力远小于2008年上半年和2004年，只是在5～7月通胀率会比较高。基于全年经济增长“M”头走势和物价阶段性走高考虑，我们认为2010年全年不加息或最多在六七月加息一次，加息和升值成两难选择。

2010年一季度我国GDP增长11.9%，创自金融危机救市以来的高点；二季度受投资增速大幅回落、宏观调控抑制通胀和抑制房价的共同影响，GDP增速将回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

落，三季度政策预期趋于明朗，宏观调控将有所缓和，GDP增速趋于回升，四季度受2009年高基数影响，GDP增速将再次回落。2010年经济增速将呈现下台阶式的“M”头走势。

2010年总需求增速分析

2010年我国投资增速将趋于放缓。一是新增政府投资有限，二是新增信贷规模不可能再出现2009年的高增长水平，三是地方配套资金不足，地方政府投融资平台贷款隐含系统性金融风险，四是产能过剩矛盾凸显抑制投资增长。

2009年我国全社会投资22.5万亿元，社会消费品零售额12.5万亿元，货物出口1.2万亿美元，约合8.2万亿元，投资需求在我国总需求中约占52.1%。由于消费稳定，出口比较低，投资波动较大，总需求变化主要取决于投资的变动。

2010年投资增速低点在二季度。在4万亿投资计划的刺激下，2009年我国全社会投资增长30.1%，实际增长33.3%，均创自1996年来的新高。其中，2009年4个季度全社会投资分别增长28.8%、35.7%、33.2%、23.3%，实际增长分别达到30.3%、41.2%、38.2%、24.6%。从全社会投资增速看，2010年我国全社会投资增速的低点在二季度，其次是三季度，四季度相对三季度较高。

国有及国有控股投资增速低点在二季度。在4万亿投资计划的刺激下，2009年国有及国有控股投资大幅增长35.2%，比2008年提高12.4个百分点；实际增长38.5%，比2008年提高25.7个百分点。4个季度分别增长（名义增长）37.7%、43.1%、35.4%和27.9%，实际增长分别达到39.3%、48.9%、40.4%和29.2%。因为国有及国有控股投资在城镇投资中占有较高的比重，2009年为44.6%，依此推测，2010年二季度国有及国有控股投资增速将有较大幅度的回落。

2010年房地产投资增速的低点在四季度。2009年下半年商品房新开工面积剧增，施工面积高增长。2009年房屋新开工面积增加11.54亿平方米，同比增长18.3%，其中上半年增加4.79亿平方米，同比增长-10.4%，下半年增加6.75亿平米，同比增长53.0%。新开工面积剧增导致施工面积高增长，2009年上半年房屋施工面积增长12.7%，下半年增长30.1%。房地产投资2009年上半年增长8.3%，下半年增长26.2%。由于2009年房地产投资增速“前低后高”，按照2009年四季度新开工面积剧增推算，2010年上半年房地产投资将保持高增长，下半年将会大幅回落。

2010年出口增速低点在四季度。我们预测2010年我国货物出口比2009年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增长10%，即达到13200亿美元，月均出口1100亿美元，依2010年各月均出口1100亿美元推算，2010年一季度出口增长将达34.4%，二季度达19.5%，上半年将达26.5%，三季度仅有1.6%，四季度增速为-7.0%，上半年约26.5%，下半年约-2.9%。因此，2010年出口将呈明显的“前高后低”。

2010年消费增速低点在四季度。2009年消费增长比较平稳，但汽车消费和房产相关消费增长呈现典型的“前低后高”现象。2009年下半年汽车销售高增长在2010年难以持续，受政策优惠幅度减小影响，2010年下半年增速将会大幅回落。

2010年下半年总需求增速将呈M型。我国消费比较稳定，净出口所占比重很小，经济周期性波动主要来源于投资波动。2009年上半年国有及国有控股投资在4万亿投资计划的推动下高增长，2010年上半年其增速将有较大幅度的回落，虽然房地产投资和出口受2009年上半年较低基数的影响，将保持30%以上的较快增长，但由于比重较低，难以弥补国有及国有控股投资增速的回落。2010年总需求增速的最低点在二季度。四季度，受房地产投资、汽车销售和出口增速回落的共同影响，总需求增速也比较低。

综上所述，2010年总需求增速最低在二季度，其次是四季度，再是三季度，一季度最高，呈现典型的下台阶式的M型。

2010年工业生产增速或现“M”头

工业生产增速主要取决于重工业生产增速，并且基本上与需求变化一致，并受库存影响。2010年二季度，受补库存影响，工业生产仍将保持较高增速，但会低于一季度。

工业生产增速约70%来自于重工业，约30%来自于轻工业。2008年10月到2009年5月，受金融危机和“去库存”影响，重工业生产增速急剧下滑，轻工业增速一度高于重工业，但自2009年6月至今，重工业增速开始超过轻工业，并且随着采掘工业和原料工业PPI的快速回升，重工业增速加快。今年前两个月，重工业生产增长15.2%，比轻工业高7.7个百分点。

工业生产增速主要取决于重工业生产增速，并且基本上与需求变化一致。2009年二季度在投资高增长刺激下，工业生产增速企稳，三四季度出口明显好转，PPI快速回升，工业生产四季度实现较高增长。

2009年上半年“去库存”，投资高增长但工业生产增速较低，下半年，产成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品增速降至个位数，需求快速回升拉动工业生产增速提高。2010年二季度，投资增速回落，国际大宗商品价格大幅上涨，这会使采掘工业PPI大幅上涨，原料工业和加工工业成本上升，工业生产增速受到抑制，尽管受产成品“补库存”影响，工业生产仍会明显低于一季度。到三季度，宏观调控会随着通胀缓解而有所放松，投资需求有所上升，工业生产增速将高于二季度。

GDP或现“M”头走势，加息升值成两难

2009年二季度受4万亿投资计划的推动，投资大幅增长，经济增长力度高于三季度。2010年二季度，出于对部分行业生产过热、二季度通胀压力较大和房价上涨过快等问题的考虑，宏观调控力度较大，二季度GDP同比增速将低于三季度。一季度GDP增速为11.9%，预计二季度为9.5%，三季度9.9%，四季度8.8%，全年9.5%，“前高后低”、两次下台阶式的“M”头特征明显。由于2010年一季度GDP增速高，2011年一季度增速将低于2010年四季度，从而使下台阶式的“M”头特征更加明显。

2010年经济增长仍受益于政策的强力刺激。今后数年，我国出口和贸易顺差难以恢复至2008年的规模，2011年不可能有第二个4万亿投资计划，虽然中国已进入消费普及和高额群众消费阶段，但2011年消费增长可能难抵投资增速的回落，这些因素均直接影响2011年经济增长的可持续性，不排除2011年重新“保八”的可能性。

一是基建投资高增长不可持续。2009年在4万亿投资计划的刺激下，基建投资高增长，全年各月增速均在30%以上。2010年，即使4万亿投资平均分配，每年2万亿，增长速度也会大幅回落，前两个月已回落至29.1%。2011年，不可能再有第二个4万亿投资，投资增速必将大幅回落。

二是设备购置投资高增长不可持续。设备是生产性固定资产的最积极部分，扩大再生产，提高生产技术水平，结构调整，改善产品质量和效能，降低消耗，主要靠工艺技术装备。尽量利用现有的建筑物，更新和添置更多的设备，就可以用较少的投资获得较大的投资效果。2009年4万亿投资计划中，增速最快的是基建投资，2010年增长较快的将是设备购置投资，但到2011年，设备购置投资高增长也难以持续。

三是房地产投资高增长不可持续。2009年下半年和2010年一季度房价大涨刺激房地产投资2010年高增长，增长速度达到26%，2010年上半年将在30%以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上，但这一趋势在2011年显然不可持续。

综上，2011年后，我国投资增速将大幅回落，不排除重新“保八”。

2010年宏观经济或现“M”头。2009年二季度受4万亿投资计划的推动，投资大幅增长。2010年二季度，出于对部分行业生产过热、二季度通胀压力较大和房价上涨过快等问题的考虑，宏观调控力度较大，二季度GDP同比增速将低于三季度。一季度GDP增速为11.9%，预计二季度9.5%，三季度9.9%，四季度8.8%，全年9.5%，“前高后低”、两次下台阶式的“M”头特征明显。

5～7月CPI涨幅将短期超过3.0%。2010年我国通胀压力并不大，全年CPI涨幅预计在2.6%左右。自年初以来，政府调控物价早于市场预期，一季度物价比较温和，4月CPI涨幅一般不会超过3.0%，但5～7月将连续3个月超过3.0%，6月和7月可能在3.5%左右。

加息升值成两难。加息或会在一定程度上抑制当前某些行业出现的过热苗头，抑制通胀预期和房价过快上涨，但会对房地产投资和工业投资产生较大的负面影响。如果在人民币升值之前加息，则会加大升值压力，此外，加息也难以抑制供给因素引发的物价上涨。结合“M”头经济运行趋势，以及CPI阶段性上涨特点，我们认为全年或不会加息；如果有加息，最多一次，且六七月份可能性较大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世界经济不会“二次探底”

在本篇对话中，我完整地介绍了自己研判经济周期的方法，并从存货短周期、金融中短周期、需求中周期、供给长周期的角度分析了当时的全球经济形势，做出了正确的预测。文中的周期研判方法可供感兴趣的读者借鉴。

对未来世界经济走势判断的逻辑：四周期叠加

记者：此次，您对未来世界经济走势进行判断之初，即提出从“四周期叠加”的视角进行分析。您能为我们介绍一下这一思路逻辑和相关概念吗？

滕泰：宏观经济的周期性波动，可以通过简单的需求模型进行分析，即国民收入由消费需求和投资需求共同决定，同时考虑投资的加速原理需求受可支配收入及金融杠杆的影响，投资加速因素和金融放大器使经济波动加剧或收敛。短期内，就业量的调整取决于总需求变化，长期内，就业容量由长期总供给水平（潜在增长能力）决定。

通过简单需求模型和经济周期波动特征分析，我们通常所说的经济周期包含四个子周期，一是存货周期，表现为存货及订单调整的短期调整；二是金融周期，表现为信贷、股市及房地产的周期性伸缩；三是需求周期，主要表现为消费和投资的波动；四是供给周期，表现为技术创新和制度创新决定的劳动力、资本、资源、技术和制度等长期生产要素的波动。四周期叠加共振，构成经济增长的波动。具体而言：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一，存货短周期。存货周期的一般规律是：在经济衰退阶段，价格大幅下降，生产快速下滑，库存大量增加；在经济萧条阶段，价格萎靡不振，生产低迷，库存大量减少；经济复苏阶段，价格恢复性上涨，生产增速提高，库存少量增加；经济高涨阶段，价格大幅上涨，生产增速较高，库存反而减少。在经济衰退和萧条阶段，库存波动大，而在经济复苏与高涨阶段，库存波动较小。存货调整具有领先、速度快、波动大、时间短的特点。

第二，金融中短周期。货币学派的代表人物弗里德曼认为，经济波动的基本原因是信用的扩张和收缩。他认为，信用的过度膨胀造成过度繁荣，之后出现贷款拖欠，信用扩张收缩，导致工商业活动急速下降。当信用开始恢复后，信贷资金的困难缓解，人们的信心开始恢复，经济随之回升，直到信用的过度膨胀再次引起衰退。弗里德曼认为，货币供应量变动在长期内对实际产出无效，但在短期内能影响实际产出，国民收入变动的根本原因在于当局决定的货币供应量的变化。由于信贷的波动，造成股市和房地产市场等资本市场资产价格的波动，由于各种资产的货币性和流动性不同，波动周期长短和幅度各异，形成金融周期，并影响实体经济的运行。

第三，需求中周期。在市场及时出清的情况下，需求周期与经济周期是同步变动的，但投资和消费的波动并不完全一致。首先，投资只有在形成生产能力后才转化为固定资本，另外，企业产成品的被动增加要到期末才能核算为存货增加。其次，从消费看，服务业消费具有生产与消费同时进行的特点，耐用消费品具有分期消费的特点，住房消费算作投资，食品消费弹性较小。在实际经济中，投资受资本边际效率和未来经济增长预期等主观因素的影响，波动性最大，是经济周期性波动的主要来源。投资是经济波动的领先指标，是政府宏观调控的主要目标，但政府投资容易控制，私人投资和民间投资难以调控。消费总体比较稳定，波动较小，宏观调控也最不容易见效。

第四，供给长周期。经济增长短期看货币和存货，中期看需求，长期则取决于供给潜力的变化。依靠经济结构转型、技术创新和微观企业管理制度创新等因素的增长概括为“熊彼特增长”。对于世界经济而言，“斯密增长”（依靠分工和效率实现增长速度提高的模式）和“库兹涅茨增长”（依靠总投入增加实现经济增长的模式）已终结，转变以往高投入、高消耗、高增长、低效益的增长模式，降低资源和环境成本，实现可持续的发展战略，是今后相当长时间经济发展的必然选择。20世纪80年代以来，西方国家转变经济发展方式，实施供

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

给学派的政策主张，如英国撒切尔夫人和美国里根政府采取的减税、私有化、减少政府对经济的干预、减少社会福利支出、增强劳动力市场灵活性等政策措施，都是“熊彼特增长”的典型例子。至2005年，英美本轮供给周期的上行阶段结束，至今技术和制度并无大的创新，处于供给周期的下行阶段。

四周期综合分析：“二次探底”几无可能

记者：那么，从目前世界经济的存货短周期和金融中短周期方面来分析，哪些情况值得我们关注？

滕泰：首先，从存货短周期来看，下半年处于上行区间。从相关数据可以看到，美国自2008年四季度开始的剧烈去库存阶段已于2009年三季度结束，自2009年四季度以来，是个微弱的补库存过程，美国订单库存最先复苏，其次是自有库存，最后是客户库存，目前仍处于库存周期的上行区间，估计还要持续一个季度，到2010年四季度，有可能进入新的微弱的去库存区间。即使如此，也不是各种类型的库存都将下行，而是客户库存仍将上行，订单库存会有所下行，自有库存基本维持目前水平，即库存不会“二次探底”。

其次，从金融周期来看，仍然处于扩张过程中。美国金融去杠杆化基本结束，截至2010年8月11日，资产支持证券余额4387.6亿美元，与2009年同期基本持平。但是资产支持证券余额占M2余额的比重，2007年8月曾高达16.6%，2009年1月降到9.2%，2009年8月降到5.2%，目前仅占4.93%，仅高于2010年4月的4.62%，大大低于有该项记录以来的平均水平。也就是说，即使再来一轮去杠杆化，对金融的冲击也非常小。但是，美国实体经济信贷远远没有恢复到危机前，数据显示，美国消费信贷同比增速、美国工商业贷款同比增速、不动产抵押贷款增速均处于历史新低水平。

金融危机后，欧美股市最先复苏，用格林斯潘的话来说，即便股市相当温和的复苏，它也很可能产生巨大(而且正面)的经济后果；2009年3月以来，欧美股市持续一年的强劲反弹，对经济确实产生了巨大而且正面的影响，。虽然美国经济增长率依然偏低，但是美国S&P500个上市公司总收入的一半都来自于海外，尤其是新兴市场国家——这必将逐步提升美国上市公司的盈利增长水平，并有可能在2011年将道琼斯工业平均指数推升到12000点以上。

此外，房地产市场见底反转的迹象非常明显，房价同比出现了一定的涨幅，2010年6月住宅投资环比增长速度已见两位数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总之，虽然短期内受到新金融监管法案的影响，但是，随着美国日本等量化宽松货币政策的持续、消费信贷和工商业信贷的增长、股市和地产可能的积极变化，全球金融市场仍处于扩张周期。

记者：观察经济中长周期的运行状况，我们又可以看到哪些趋势呢？

滕泰：从需求中周期来看，我们判断总需求将保持平稳，并有可能形成良性循环。在美国金融救助计划的刺激下，美国私人投资增长已经恢复较快增长，但受高失业率影响，美国消费增长仍然低迷。

美国次贷最红火的2005年三季度，美国储蓄率（个人储蓄存款总额占个人可支配收入的比例）曾低至1.2%，次贷危机爆发不久后的2007年三季度，美国储蓄率还是比较低，只有1.8%，但自2007年四季度起，美国储蓄率快速提高，2009年二季度，上升到7.2%，今年二季度有所回落，但仍高达6.2%，回到了1993年的储蓄率水平。储蓄率居高不下，是当前美国消费低迷的主要原因之一。

失业率居高不下是消费难以快速增长的另外一个重要原因。2010年7月美国失业率为9.5%，与6月持平，比2009年10月本轮经济衰退最高点10.1%已有明显回落，但仍处1983年9月以来的高位（欧洲和日本失业率也处于历史新高水平上。6月欧元区失业率为10.0%，已连续4个月持平，是本轮经济衰退的最高水平，也是1998年8月以来的高位。日本6月失业率5.3%，是本轮经济衰退的最高点，也是2003年6月以来的高点）。

在平均工资水平不变的情况下，就业率决定总收入，总收入乘以消费率等于总消费。所以，美国的消费增长本质上取决于就业的增长。

就出口而言，中国等新兴市场国家的强劲增长会带动发达国家出口增长；就投资而言，发达国家虽然财政扩张投资的能力较弱，但是私人投资活跃程度正在提高。

综合分析消费、出口和投资，未来美国、欧洲等国家的总需求将保持平稳，并有可能形成良性循环。

从供给长周期来看，总体上创新空间不大，劳动力、技术和制度对经济增长发挥作用还需要等待。具体而言，首先，劳动力方面期待失业率降低和移民增加。美国6月平均工作时间33.5小时，仅比经济高峰的2007年少0.3小时，其中制造业平均工作时间41.1小时，仅比2007年少0.1小时，基本上回到了过去10年工作时间平均水平。另外从劳动报酬来看，美国平均小时工资和总体劳动报酬指数均创历史新高。在此情况下，美国就业人员的收入是有保障的，消费增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长是可期的，随着时间的推移，失业率必然下降。只是这一自然过程时间比较长。其次，技术方面期待突破。自20世纪90年代互联网技术推动美国经济“高增长、低通胀”10年后，进入21世纪第一个十年，技术创新并无大的突破，迫切需要新兴产业技术有较大的突破。目前，能够预见到的技术突破可能会首先出现在新能源领域，比如，生物燃料技术、清洁能源技术等。但目前的新能源技术仍未获得完全突破，大规模产业化还存在障碍。再者，制度方面显示出创新不足。美国在充分发挥市场调节机制的基础上，也很重视宏观调控的作用，特别是在金融危机后，美国制度创新力度加大，对经济形成一定支持，但创新不足。奥巴马政府的新能源政策与刺激经济、增加就业是一体的，制造业促进法案和促进就业的一系列政策措施对经济增长形成一定支持，但金融监管对短期经济影响负面，新医改对当前经济增长的影响还不明朗。

记者：从上述四周期综合分析，您得出的结论是什么？

滕泰：存货周期、金融周期、需求周期和供给周期，四周期叠加共振，构成经济增长的波动。综合分析四周期今后几年的发展演变，我们认为世界经济不会“二次探底”。下半年，尽管订单库存会下降，但客户库存将增长，总库存仍继续增长，存货周期仍处于上行区间；金融方面，虽然消费信贷仍较低迷，但新一轮量化宽松货币政策有望提升信贷增长，持续的海外收益也有可能使低迷的美国股市重回上升趋势，而房地产市场回升已经开始。金融总体上仍处于扩张周期；需求方面，短期受失业率居高不下影响，消费仍将较低迷，但投资特别是住宅投资的增长将部分弥补消费的不足；长期来看，各国政府刺激就业的一系列政策措施将缓慢见效，失业率缓降将是大概率事件。

2011年，伴随着存货周期走平，股市有可能重回升势，房地产市场逐渐复苏，消费信贷继续好转，新兴产业投资力度扩大，失业率继续缓慢下降，经济增长有望高于2010年。

我们预计2010年三季度美国经济增长率将高于二季度，达到2.8%，四季度将高于三季度，达到3.2%，2010年全年美国经济增长3.0%。2011年，若美国失业率下降到7%以下，美国经济增长将高于2010年，达到3.5%左右，全球经济增速将达到4.5%左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两币危机交替出现，全球继续为欧美埋单

本文是应《中国企业家》的邀请，为其年刊所作的2011年全球经济的展望。我们果然又看到了欧元的脆弱和美元的“无赖”。如果人民币不能早日崛起，这两个货币的跷跷板游戏还将继续上演。日复一日，年复一年……

当中国的学者和决策者们在作预测或决策时越来越看重欧美经济的时候，欧美国家则更加重视中国的动作：2010年四季度中国政府的货币紧缩政策刚刚出台，IMF、经合组织、高盛公司就迅速调低了他们对美国、欧洲乃至全球经济2011年的增长预测！虽然他们也为其预测调整找出各种理由，但是真正促使他们调整预测的就是中国，这在过去几年来已经不是第一次。

事实上，中国2011年GDP增速最多比2010年回落1到1.5个百分点，通胀水平将分别在2011年1月份、9月份分两个阶段回落，货币政策也将于2月份和10月份逐次回归宽松。而全球经济真正扑朔迷离的看点，还是美元、欧元和欧美的金融扩张效应和就业市场的前景。

首先分析一下欧元和美元的前景。2010年，全球都见证了欧元的脆弱、美元的无赖！2011年呢？美元和欧元的危机是否还将交替出现？

年初的欧元危机，意外暴露了欧洲经济的脆弱性，无情地击碎了欧洲“世界经济稳定力量”的国际形象。人们忽然发现，一向悠然自得的欧洲国家们原来也背负着那么多的负债，以至于一夜之间竟达到国家财政破产的程度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

不仅如此，欧元危机还彻底暴露了欧盟协调机制的脆弱。面对欧盟理事会上激烈的辩论，以及反对救助声一浪高过一浪的示威游行，世界终于认识到，欧盟早已不是成立时的15国的欧盟，经济和财政状况各异的27国的利益如何协调？

当然，最终欧盟还是决定救助，但是救助的方式则是万亿欧元的发行！结果自然是欧元的进一步贬值，从最高点1.62美元一路贬到1.2美元。

欧元的贬值并不是偶然的：自从欧盟成立以来的短短的11年时间，欧盟成员国就通过贸易逆差的方式向全球其他地区净投放了1.5亿欧元的钞票。这个数字虽然远远小于30年来美国通过贸易逆差向其他国家净投放的8.6万亿美元，可是逆差扩大和向其他国家征收国际铸币税的速度却与美国相差无几——为了争夺国际货币发行的利益，欧洲和美国原本就在悄悄进行发钞比赛，又赶上各自经济需要刺激，结果就是2010年欧洲美国疯狂发钞大比拼！

事实上，美国在11月份通过6000亿美元的第二轮量化宽松货币政策已经不是很有必要，因为美国的经济不仅早在2009年中期就已经在底部回稳，而且在2010年已经逐步好转。美国的QE2与其说是刺激其国内经济的需要，不如说是为了在国际货币发行上不输于欧洲！

面对货币滥发、欧元和美元的危机交替出现，人们在美元暴跌的时候把钱转移到欧元；在欧元下跌的时候又把钱转移到美元。事实上，美元、欧元在玩跷跷板的时候，支撑这个跷跷板的支点已经从地面下降到地底下！跷跷板两端的人们，目光紧盯着对面，却对支点的下降浑然不觉！美元和欧元此起彼伏，既是相互竞争的结果，也无意中在为共同的贬值互相掩护。

认清了这两个货币的本质，全世界就不得不准备着——2011年，欧元、美元的危机仍将交替出现！

那么，在这样的国际金融背景下，什么是决定欧美经济复苏前景的关键呢？

笔者认为，关键的看点是滥发的欧元和美元会流向哪里，是形成“流行性陷阱”在金融体系空转，还是能够有效地刺激消费和投资、增加就业，还是自动流到欧美之外，冲击其他国家经济？

对于美国而言，尽管居民储蓄在增加，停留金融机构“空转”的资金也在增加，然而，持续三年的货币投放和财政刺激居然产生不了任何积极消费和投资效应？不能略微改善就业？如果美国的失业率回落到8.5%，美国的GDP增速有望达到2.8%；如果50%的海外收益继续推动标普500上市公司股价上涨或者美国的失业率意外回落到8%以下，2011年美国的GDP增速就将达到3%以上。而在新兴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
其他地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场和美国经济的拉动下，欧洲经济也有望超过经合组织预测的1.7%的水平，实现2%左右的增长。

当然，美元和欧元毕竟是国际货币——经济增长或不增长，欧美人民都一样有条件过好日子！发了那么多钱，不买其他国家的东西，岂不是白发了吗？所以欧元和美元还是要继续往外跑的！数万亿美元、欧元到处流动，结果必然造成印度、巴西、中东、俄罗斯等开放经济体的通货膨胀更加严重。中国虽然同样面对欧美“热钱”的冲击和国内货币过剩，但是在产能过剩、投资回落、出口增速回落以及货币政策紧缩的复杂背景下，中国CPI增速也有望得到控制并最终回落到3%左右，可是2011年中国的资产泡沫却有可能卷土重来，成为“热钱”的另一个出口。

所以，面对即将到来的2011年，尽管由于中国GDP增速回落，全球经济增速可能只有4.5%左右，但是不论对欧美，还是对新兴市场，都没必要悲观。只不过欧元、美元的危机仍将交替出现，全球经济仍将继续为美国和欧洲埋单！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“稳健”协奏曲之下，2011年中国经济将实现“软着陆”

2010年，中国经济在一片乐观预期中起步，结果却经历了历史上少有的复杂局面，“适度宽松”的货币政策在操作后期不得不加以“变奏”。2011年，货币政策已然定调“稳健”，但实际执行过程中能否做到既要控制物价，又要避免经济大起大落，成功实现“协奏”呢？为此，笔者接受了《金融时报》首席视点的专访。能够在2011年2月预言“软着陆”，现在看来是一件值得骄傲的事情。

外部环境不确定性减少，美元与欧元危机交替出现

记者：经历了2009～2010年的复苏，我们看到，全球经济已基本摆脱“二次探底”的困境。对于今年的全球经济发展态势您有一个怎样的预判？

滕泰：我们预测，2010年，全球、发达国家和发展中国家的经济增长率将达到4.6%、2.8%和7.1%左右；预计2011年全球、发达国家及发展中国家GDP增速约为4.3%、2.7%和6.9%左右。

可以先看看美国。美国经济正逐步走出次贷危机阴影，进入新的增长周期。2011年QE2有望继续修复美国家庭资产负债表，美国金融机构放贷增加，资本市场继续扩张周期，宽松的货币政策最终还是会对消费和投资产生实质性刺激作用，并增加就业机会。减税计划延续及美国居民收入增长有望刺激消费继续拉动美国经济上行。2011年，消费增长仍是美国经济增长的最主要动力，投资有望在消费带动下进一步回升，预计2011年全年美国GDP增长率约为2.8%～3.0%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再看看欧元区。受主权债务危机救助而采取的财政紧缩制约，及高失业率制约欧元区消费的快速增长，2011年欧元区经济增速将减弱。另一方面，美联储QE2的实施使欧元面临被迫升值，同样对欧元区出口竞争带来不利影响。因此，2011年欧元区经济增速将较2010年有所回落。尽管如此，德国的消费和出口依然强劲，在德国、法国经济带动下，我们预计欧元区2011年全年经济增速约为1.6%～1.8%。

记者：2008年以来，欧美出于各自需要刺激经济增长，结果便是欧洲美国疯狂发钞大比拼，欧元与美元“特里芬困境”愈陷愈深。您认为2011年这一趋势会有所改观吗？

滕泰：美元与欧元“特里芬难题”无解，近10年来，美元对主要货币汇率持续走低，削弱了众多美元资产持有者对美元比值稳定的信心，欧元对美元汇率长期处于不稳定状态。美联储QE2增加美元对外发行、美国对外负债占GDP比重持续攀升、欧债危机阴云短期难以消散、欧元或步美元后尘跨入对外增发行列，美元与欧元竞争性超发必将造成两币危机交替出现。

基于我们对美国及欧元区经济走势及美国QE2、欧元区主权债务救助的判断，我们认为，2011年，美元指数与欧元汇率仍会交替互为涨跌。2011年上半年，QE2、美国财政压力增大继续推动美元指数向下调整，低点可能出现在75左右。欧元区主权债务危机在新一轮救助下暂时缓解，欧元对美元继续上行，上半年欧元兑美元汇率升至1∶1.35左右。2011年下半年，美国实体经济继续复苏，经济增速加快，美元再次酝酿主动反弹，并主动打压欧元，美元指数反转，年底美元指数最高将攀升至88。欧元和美元就像一个跷跷板的两端，当投资者盯着这两端交替涨落起伏的时候，一定不能忽视这个跷跷板的支点在不断地下沉。美元和欧元既互相竞争又相互掩护，在交替贬值中不断削弱其他国家的财富和贸易竞争力。

中国经济增速上半年企稳下半年步入新周期

记者：我国经济规模在最近两年已上新台阶，但现有的资源和环境很难支持下一阶段经济继续保持高增长、低通胀。由此来看，2011年中国GDP增速与CPI水平将会呈现何种态势？

滕泰：基于2011年投资增速小幅回落、消费平稳增长以及出口增速低于进口增速，贸易顺差减少的总体判断，我认为2011年一季度GDP增速将低于2010年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

四季度，回落到8.9%，但回落幅度非常小。二季度GDP增速仍然较低，主要原因在于CPI仍然较高，货币收紧，但由于2010年二季度基数回落，预测2011年二季度GDP增速仍然维持在8.9%。而到下半年，通胀回落，货币政策倾向放松，经济回升。受2010年下半年经济回升幅度较大导致通胀影响，政策仍比较谨慎，不会大幅放松。三季度受“金九银十”和保障房以及新兴产业投资等转型加速的影响，经济增速回升到9.4%，四季度，继续回升到9.6%。下半年增长9.5%，全年9.2%。从三大需求对GDP增长的拉动看，预测2011年消费对GDP增长的拉动为3.7个百分点，投资为4.8个百分点，净出口为0.7个百分点。相比2010年，投资和出口拉动有所减弱，消费拉动持平。

目前的通胀压力，既有货币因素，也有需求和供给的因素；既有外部因素，也有内部因素；既有长期因素，也有短期因素。的确比较复杂。但是不应该把食品、蔬菜价格上涨等短期因素长期化，也不应该把工资上涨、货币超发、输入性因素等长期因素夸大化。基于实际GDP增速低于潜在GDP增速抑制CPI上涨、居住价格同比涨幅将回落，以及蔬菜、肉类和蛋类价格对CPI影响春节后将减弱的总体判断，我认为2011年通胀率将在2月份、7月份分两阶段回落，全年CPI将维持在3.5%左右的水平。

记者：2010年房地产调控和节能减排“十一五”收官决战开启了中国经济加速转型的新时期，经济转型这一势头在今年是否还将加快？

滕泰：是的。从国内环境看，1978年后，我国经济发展经历了长时期的“库兹涅茨增长”。由于其高投入的增长模式，对资本、劳动、资源、土地等资源的消耗十分严重，资源约束无法继续支撑我国经济持续快速增长。因此，从“库兹涅茨增长”向依靠创新而非资源消耗的“熊彼特增长”成为我国未来经济发展的必然之路。2011年，劳动力增长高峰已过、资源约束日渐增强、土地“非农化”速度放缓、节能减排压力不减等方面的因素都将促进加速转型。

从国际环境来看，我国成为全球再平衡的焦点正在抑制出口扩张。金融危机后，中国商品房销售旺盛，经济恢复快速增长，“用工荒”再度出现，贸易顺差快速回升，外汇储备创历史新高，而西方三大经济体经济复苏缓慢，失业率居高不下，美国房地产市场仍然低迷，贸易逆差迅速扩大，鲜明对比之下，中国成为全球再平衡的焦点。在这种情况下，贸易摩擦增多，出口增长受到抑制。与此同时，人民币升值趋势不改。与西方经济增长相比，我国经济增长率仍然较高，绝对购买力平价支持人民币升值。另外，贸易顺差和巨额外汇储备也支

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持人民币升值。尽管人民币升值对出口的长期影响不显著，但升值较快也会抑制短期出口增长。显然，2011年出口增速的放缓也将促进我国经济加速转型。

2011年，加速转型将在下半年。一是上半年通胀压力较大，货币政策趋紧，加速转型政策措施难以落实到位；二是2011年保障房建设任务全国“两会”后才能逐步下达，下半年形成施工高峰；三是有关战略性新兴产业规划和成渝经济区规划、内蒙古区域振兴规划等区域发展规划可能2011年上半年出台，下半年形成得到落实；而在转型加速的过程中，战略性新兴产业发展、中西部发展和改善收入分配刺激消费，将成为三大重要着力点。

尽管如此，由于地方政府的投资冲动、传统增长模式和利益机制的惯性，经济转型仍然是个长期的过程。我对转型的总体看法是：“短期不乐观，长期不悲观。”

新增信贷基于“稳健”定调，加息周期不宜提速

记者：2011年货币政策已定调“稳健”，在这一背景下，您对2011年的新增信贷有一个怎样的判断？

滕泰：新增信贷，取决于三方面因素：商业银行的放贷能力和意愿，实体经济的信贷需求，以及政府的宏观调控政策。具体来说，商业银行的吸纳存款能力、存款准备金率高低和资本金状况决定商业银行的信贷供给；消费者、企业和地方政府的融资需求之和构成总的信贷需求。为调控经济增长和物价水平，政府通过调整存款准备金率、资本充足率以及窗口指导等调节商业银行的信贷供给，通过促进居民收入实质增长、构建战略新兴产业规划、清理地方政府融资平台等调节消费者、企业和地方政府的信贷需求。

当前，消费韧性仍在，消费者融资需求旺盛；谋求布局战略新兴产业，企业融资需求旺盛；投资冲动不减，地方政府融资需求旺盛。基于这三方面因素的考虑，我认为：一方面，2011年新增信贷规模难以大幅下降。2011年，在地方政府投资冲动、企业谋求布局战略新兴产业和大力提振消费的共同作用下，信贷需求仍然非常旺盛；而商业银行粮草充足，满足监管标准无碍，不会主动削减信贷供给。另一方面，2011年新增信贷规模不宜过于宽松。2008年下半年以来大量持续的货币投放在为实体经济保驾护航的同时，也助推了资产价格上涨，加剧通货膨胀。从中长期来看，在满足经济增长的正常需求的同时，应逐渐促使货币信贷状况回归常态。由此，我预计2011年新增信贷7万亿～7.5万亿元。按照银监会和人民银行的规定，2011年商业银行表外信贷资产将向表内有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序转换，这样实际信贷增量将更少，整体流动性状况有所收紧。

记者：加息问题一直是各界关注的热点，2011年会不会进入新一轮加息周期？

滕泰：首先，从历史经验来看，进入加息周期必须满足如下基本条件：经济基本面过热，物价在较长时期内持续走高，加息与国内外政策环境不相背离以及经济开始步入周期上行阶段。

目前我国经济实际增长率低于潜在增长率。前面我已预计，2011年实际GDP增长率为9.2%，这低于潜在GDP增长率0.8个百分点；而且自2008年后，我国实际GDP增速就一直在低于潜在GDP增长率的区间运行，产出缺口也一直为负。增长率的差距和负的产出缺口表明，我国经济增长的基础还不够稳固，经济过热局面不会出现。

其次，2011年下半年通货膨胀压力显著缓解。如前所述，尽管通胀形势比较复杂，但在产能过剩的大背景下，工资成本推动和货币因素对物价的影响都是有限的，我们认为，食品价格，特别是蔬菜价格的上涨才是近期物价快速上涨的主要原因。从我国各粮食主产区粮食产量来看，2010年全国粮食产量再创历史新高，产量连续四年保持在1万亿斤以上。因此，国内大宗粮食价格不具大幅持续上涨条件。随着农产品供给的周期性增加以及国家平抑物价一揽子措施的出台，农产品价格快速上涨的局面将得到有效遏制，现实的通胀压力也会逐渐释放。

再次，持续加息会加剧人民币升值压力。按绝对购买力平价计算，人民币对美元汇率有较大的升值空间；“十二五”期间，人民币汇率成为国际收支再平衡的焦点；新近美国推出的第二轮量化宽松货币政策，以及较长时期内维持的低利率政策，更是加剧了人民币升值预期。而在人民币汇率不会一次重估到位的情况下，持续加息无疑会加速国外资本流入，增加央行调控通胀的难度。

最后，“十二五”开局之年需要保持对经济增长的适度刺激。从历史上来看，利率的持续上调或下浮取决于经济周期。2011年是“十二五”规划的第一年，我国既面临迫使人民币升值的外部压力，又存在加速经济结构调整和经济发展方式转变的内在意愿。在经济增长的内源机制尚未完全成型时，转型和再平衡不可避免地会带来经济增长的放缓。这既需要整个社会提高对“适度降低的经济增长率”的容忍度，避免因追求不可持续的短期高增长而一再延缓迫在眉睫的增长模式的根本改变，也需要货币和财政政策的适度刺激，尽量减轻转型和再平衡带来的阵痛。在上述背景下，中国还不宜连续大幅加息。但是在物价上涨较快的月份，一到两次的加息对于补偿储蓄者实际负利率的状况是有积极意义的，也是十分必要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用好“三把斧”，驱散经济阴霾

年初预测全年GDP增速8.7%看来实在太乐观了。估计能达到7.8%就不错了。除了对经济本身过度乐观，预测中隐含的过度乐观政策假设也起到了很重要的作用。政府在使用货币、财政、对外经济“三把斧”上维持了过度谨慎的态度，一把斧也没用好。因此本文第二部分所担心的“2012黑天鹅”出现了，经济在内外冲击下呈现“硬着陆”特征。经济非但“不稳”，更谈不上“进”。“稳中求进”变成了“不稳不进”。

2012年中国经济增速和物价将双双回落，保障房投资、非房地产投资和消费的增速回升可在相当程度上支持“软着陆”，但物价、房地产和出口三重阴霾笼罩在中国经济上方。由于2012年房价暴跌和出口大幅下滑均为小概率事件，因此2012年经济增长形势仍然乐观，预计GDP增速有望达8.7%。刚刚结束的中央经济工作会议为2012年政策定下了“稳中求进”的总基调。笔者认为，“稳”的关键是运用好货币、财政和对外经济政策的“三把斧”，防止经济“硬着陆”的黑天鹅事件出现；“进”的重点则在于加快改革，通过改革来促转型、惠民生。

三阴霾笼罩经济

展望2012年经济，三重风险不可不防。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一，物价风险复杂化。要素成本上升、输入性原材料价格上涨、资源税改革等因素仍然影响2012年物价。

2012年，农产品价格下行为我国物价回落奠定了基础，再加上房价下跌带动居住价格回落，产能过剩下非食品价格涨价空间有限，因此2012年物价形势不会像人们所担忧的那样下不来或者下来了再上去，2012年通胀阴霾散去将是大概率事件。

尽管2012年通胀阴霾将散去，但并不意味着物价形势不存在风险。2012年，我国居民可支配收入仍将保持较快增长，而进口原材料价格在中东局势和西方量化宽松货币政策的双重推动下也可能上行。假设2012年我国工资劳动力成本和进口原材料价格均以15%的速度增长，将分别推动CPI上涨1.94个百分点和0.3～0.41个百分点。此外，2012年我国利率市场化改革有望推进，随着通胀水平的回落，实际资金成本将提高。根据测算，资金成本每提高1%，就将推动CPI上涨大约0.2%～0.5%。可见，由原材料、工资、货币、食品等因素所带来的物价上涨压力接近3%。因此，若实际物价水平低于3%时，则意味着宏观经济已经处于需求不足状态。

据我们预测，2012年7月份CPI同比增幅将跌破3%，“类通缩”隐现。不过，2012年9月份CPI增幅达到最低点2.7%后物价有可能平稳回升，并在11月份回到3%之上，有希望避免“类通缩”的持续恶化。

第二，出口阴霾愈演愈烈，但有望在2012年二季度散尽。当前还不是欧债危机最困难的时候，2012年欧元区将迎来一波更大的偿债高峰。根据彭博社对欧元区主要国家债务(本息和利息)的到期统计，2012年为欧元区主要国家的偿债高峰，欧债危机最严重的五国到期债务总额达到4485.4亿欧元。从月度偿债额看，欧元区到期债务主要集中在2012年前4个月。其中，意大利到期待偿本息在2012年2月、3月、4月较为集中，3个月总计需偿还本息额1271.5亿欧元，占到意大利全年到期债务本息总和的45%。

由此可见，2012年前4个月是欧债危机最关键的时期，也是我国出口最容易受到冲击的时期。4月份之后，随着欧元区债务压力的整体放缓，欧洲经济形势和政策走向将趋于明朗，对我国出口的不利影响也将逐步消除。

另外，根据我国出口的一般规律，一季度春节前后为全年出口的淡季，3月、4月回归常态。因此，淡季时出口下降幅度，以及3月、4月的反弹力度，将在很大程度上决定全年出口增速的高低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

譬如2009年1～2月份出口增速同比出现大幅下滑，从2010年12月份的-2.9%降至-25.7%，3月份虽有所反弹，但增速仍然仅为-17.23%，出口负增长态势未能得到有效缓解。而2011年2月份出口增速虽然也出现了大幅下滑，同比增幅从1月份的37.6%迅速降至2.35%，但3月份很快反弹至35.7%，从而为2011年出口保持较快增长奠定了基础。

因此，2012年我国出口是否出现“硬着陆”关键在于2012年前两个季度。如果一季度出口增速出现负增长，而二季度又未能顺利反弹的话，则出口“硬着陆”将会在上半年出现，而全年出口增速将在低位徘徊。相反，若二季度数据向好，则全年出口风险将基本解除。

从目前的情况分析，2012年我国出口重现2009年负增长的可能性不大。这是因为欧债危机对我国出口的影响难以与2008～2009年全球经济危机同日而语。尽管欧洲是我国第一出口地区，但欧债危机对我国总出口影响相对有限。即使按照极端情况估计，假设2012年对欧盟出口增速为零，将向下拉动我国出口增速下滑约4个百分点，对GDP的向下拉动约0.2个百分点。而根据IMF的测算，2012年美日英三国经济增速很可能呈上升态势，而新兴市场国家也将继续保持较快增长，这基本能够抵消欧元区对我国出口的不利影响。

第三，房地产阴霾有望年中散去，年底“限购”政策退出预期将形成。主观效用价值论的代表人物卡尔·门格尔曾经说过：“价值就是经济人对于财货具有意义所下的判断，因而它绝不存在于经济人的意识之外。”房价的变化，特别是短期变化，与股价的变动极为相似，价格涨跌很容易被人们的预期所放大。在长、中、短不同周期下，人们对中国房价预期存在着差异。

从长期预期来看，五因素支撑长期向上预期。其一，我国人口红利和城市化进程仍未结束；其二，我国地少人多，再加上城乡土地的二元体制，地价推动房价的逻辑长期成立；其三，以银行按揭为主的购房金融杠杆化程度较低，从而去杠杆化压低房价的空间非常有限；其四，经济增长及收入水平提升带来的住房消费需求仍在增加；其五，家庭资产配置需要带来的投资需求将保持较快增长。

从中期预期来看，政府的政策调控在一定程度上抑制房价上涨预期。自2009年年底房地产调控以来，现有房地产政策可谓史上最严。特别是限购、限贷政策双管齐下，使大量房地产投资需求被遏制，中期房价预期受到打压。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从短期预期看，受到长期向上、中期承压的共同影响导致房价存在不确定性。如果人们的预期更注重长期因素，那么短期房价下行的空间有限；反之，如果短期预期更多受到中期政策调控的影响，则房价波动有可能会被悲观的预期放大。

笔者认为，2012年房价会不会出现暴跌，关键在于长期向上预期和中期向下预期的博弈。尽管目前在政策调控下，房价下行的短期预期已经形成，不过由于长期房价向上预期会使2012年房价预期分化，为房价下跌提供了一定的缓冲，故2012年房价暴跌属于小概率事件。

从政策环境上看，房地产阴霾有望年中散去。从时点上判断，明年“五一”黄金周有可能成为2012年房价走势的重要时间窗口。这主要是与房地产所处的大的政策环境有关。

目前的楼市量价走势基本符合政策调控预期，中央层面政策最优选择是维持目前偏紧的调控政策，并保持密切观望，短期内继续大幅加码或释放放松信号的概率均相对较小。此外，在物价回落、经济增速下滑的背景下，货币政策开始悄然转向。到2012年“五一”，如果在这段时间内房价不出现大的异动，那么全年来看暴跌的可能性将大大减弱。“五一”之后，长期向上预期将带动销售回暖，房价企稳令房地产阴霾逐渐散去。

“限购”政策对本轮房地产投资投机需求的抑制作用最为显著，但长期来看负面影响也较大。“限购”政策退出将是一个渐进式的过程。我们认为，2012年四季度“限购”政策退出将进入政策讨论期，其渐进式退出是未来2～3年的重要政策方向。取代或规避“限购”有两种可能的方式——对存量房差额征收房产税和REITS推出以促进资金跨区流动。

乐观预期vs“2012黑天鹅”

由于2012年房价暴跌和出口大幅下滑均为小概率事件，因此2012年经济增长形势仍然乐观，预计GDP增速有望达8.7%。不过，如果房价暴跌或出口负增长，则“黑天鹅”的出现有可能将2012年经济拖入“硬着陆”。

从投资来看，由于保障房助力，非房地产投资回暖，2012年全年投资增速仍有望达19%。房地产投资在保障房助力下有望实现15%的年增长。商品房方面，2012年上半年商品房开发投资将近零增长，二季度销售回暖后带动投资恢复增长，全年商品房投资增长将达7%，与2011年接近30%的高增长相比将大幅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回落。保障房方面，在施工进度均匀、2011年4～7月匀速开工等假设条件下推算，2012年保障房投资将保持68.3%的高增长。

随着紧缩调控的逐步放松，非房地产投资实际增速有望回升。2012年上半年主要受商品房投资增速大幅回落、PPI回落和企业利润增速下滑的影响，制造业投资会出现一定幅度的回落，但随着水利、城市轨道交通、农村电网、环保、新能源等新兴产业投资力度的加大，2012年制造业投资回落幅度较小，预测四个季度增速分别为22.0%、22.0%、23.0%和24.0%。铁路投资和公路投资方面，下半年增速要高于上半年，全年投资增长将有所恢复。公共设施管理业投资和其他投资方面，在农业投资和民生投资力度加大的情况下，实际投资增速将有所提高，预计全年非房地产投资将增长20.5%。

假设2012年房价不会出现暴跌，预计房地产投资增速有望达到15%，配合非房地产投资回暖，2012年全社会固定资产投资增速约为19%，其中四个季度投资分别增长19.0%、17.1%、19.0%和19.4%。

出口方面，预计对美国、亚洲出口将弥补对欧洲出口不足，全年出口增速将在10.5%左右。尽管受欧债危机影响，2012年欧元区增速放缓将抑制欧元区从我国的进口需求，但由于美国经济2012年有望进一步复苏，日本灾后重建投资和消费逐步恢复，并且中国与东盟自贸区的经济往来发展迅速，对东盟出口将呈现稳步上涨态势，因此我国对美日及新兴市场国家出口的平稳增长能够在一定程度上抵消欧洲出口需求放缓的不利影响。

综合判断，2012年我国出口绝对额继续增长，预计全年出口额在2万亿美元左右，出口增速回落至10.5%左右，与2011年相比下滑10个百分点左右。同时，受人民币升值及主动调整贸易结构、促进由贸易顺差向贸易平衡转变的调控思路影响，2012年我国进口将保持平稳快速发展态势。预计2012年进口增长13.7%，比2011年回落约14个百分点。全年贸易顺差910亿美元，比今年约减少400亿美元。

消费方面，2012年有望平稳较快增长，全年消费名义增速15.6%，实际增速12%。在收入增长推动下，2012年我国城乡居民食品、衣着、普通耐用品等日常消费将保持稳定增长，实际增速与2011年基本持平。服务性消费较快增长，增速将比2011年有所提高。居住支出受居住面积增加和能源价格提高影响增长较快。汽车消费增速回升，但不会恢复2009年和2010年的高增长，预计2012年汽车销量2000万辆，增长8%。综合判断，2012年我国消费仍将平稳较快增长，名

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

义增速约为15.6%，实际增长速度将高于2011年，在12.0%左右。

综合来看，2012年我国经济增长将“换挡”减速，GDP增速下调至8.7%。与投资相似，经济增长将于二季度见底，四个季度GDP增速分别为8.7%、8.5%、8.7%和8.8%。从消费、投资、净出口“三驾马车”对GDP的贡献大小看，社会消费品零售总额实际增长约11.8%，拉动GDP增长约4.7个百分点；投资实际增长约15.1%，拉动GDP增长约4.4个百分点；出口增速回落，贸易顺差减少，对GDP增长的拉动约为-0.4个百分点。

以上关于2012年中国经济增长情况的预测，都是基于房价没有发生暴跌、出口没有出现像2009年大幅下滑的乐观假设，然而经济运行中从来不缺乏“黑天鹅”，小概率事件也有可能发生。譬如，联合国最新发布的《2012年世界经济形势与展望》报告里提供的悲观方案就预测，发达国家有可能再次出现衰退，全球经济将止步不前，如若这样中国出口恐难幸免。

如果2012年房价暴跌，房地产投资增速并非我们乐观预期的那样增长15%，而是出现个位数增长，如增速为5%，则GDP增速将比乐观预期的8.7%向下0.7个百分点，降至8%。如果2012年出口增速出现大幅下滑，并非我们乐观预期的那样增长10.5%，而是出现零增长，则GDP增速将比乐观预期减少1个百分点，降至7.7%。可见，一旦房价暴跌或出口增速大幅下降的“黑天鹅”事件出现，不排除我国GDP增速降至8%以下、经济“硬着陆”的可能。

政策调控“三把斧”

刚刚结束的中央经济工作会议为2012年政策定下了“稳中求进”的总基调。稳，就是要保持宏观经济政策基本稳定，保持经济平稳较快发展，保持物价总水平基本稳定，保持社会大局稳定；进，就是要继续抓住和用好我国发展的重要战略机遇期，在转变经济发展方式上取得新进展，在深化改革开放上取得新突破，在改善民生上取得新成效。

笔者理解，“稳”的关键是运用好货币、财政和对外经济政策的“三把斧”，防止经济“硬着陆”的黑天鹅事件出现。“进”的重点则在于加快改革，通过改革来促转型、惠民生。

从货币政策看，在2012年房地产和出口年中落地，经济、物价在上半年出现双下滑的背景下，货币政策很可能将以“稳健”之名，行“宽松”之实。预计2012年人民币新增贷款8.0万亿元以上，比2011年的7.5万亿元多5000亿元以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上；M2增速约15.7%，明显高于2011年10月的12.9%。社会融资总量将比2011年宽松，新增信贷资金对部分行业和在建、续建项目“定向放松”。在75%存贷比考核和21.5%的存款准备金率下，居民存款增加有限，银行无钱可贷，在此情况下比较现实的办法就是下调存款准备金率。预计在2012年上半年将下调两次存款准备金率，下半年至少下调两次，到明年底，存款准备金率水平不高于19%。

从财政政策看，2012年有望收支并举促转型。与往年相比，2012年财政政策将更注重对收支两条线上的结构性调整，以达到促转型、稳增长的目的。结构性减税将继续，财政支出更多向民生领域倾斜，社会保障和就业、环保、农林水务、保障房等领域财政支出增长较快。2012年地方政府本息偿付金额达2.17万亿元，地方债风险与2011年相比有增无减，地方债务管理将进一步规范和加强，地方政府债券发行试点范围有望扩大。

从对外经济政策看，2012年中国面临的国际经济形势与2011年相比更加复杂，在出口下滑、贸易顺差减少的背景下，针对中国的贸易保护主义、要求人民币加快升值、要求中国开放市场的声音不会因此而减弱，反而可能愈演愈烈。为应对这一局面，中国需要向新对外开放战略加快转变——从鼓励出口、追求顺差，到追求国际收支平衡；从盲目吸引外资，到重视外资质量；从僵化的汇率政策，到双向浮动更灵活的汇率政策。2011年四季度的人民币汇率双向波动为汇率生成机制的市场化创造了绝佳的历史机遇。预计2012年人民币双向宽幅波动，升值幅度较2011年减弱。

在当前的背景下，怎样的改革才能起到稳增长、促转型、惠民生的三重作用？我们认为是从需求转向供给管理所需要的制度改革。转型时期，3%的CPI成为物价水平的常态和“硬起点”，无疑将使当前以需求管理为主的政府调控空间极大压缩。若政策转向宽松，则担心造成物价、房价反弹；若继续从紧，则担心经济遭遇“硬着陆”。其实“紧”或者“松”都是“反周期”、“宏观调控”、凯恩斯主义的专用概念。如果跳出凯恩斯主义、跳出需求管理，转向“供给主义”的改革，上述矛盾将迎刃而解。然而，从周期调控和需求管理转向供给管理并不容易。几乎所有有效刺激供给的政策都涉及制度层面，例如减税、反垄断、减少行政干预、放松行业管制、民营化，等等。不过，政府职能“从推动经济建设更多地向社会服务管理转型”将是大方向，中国的制度红利还有很大的空间。减税、反垄断、减少行政干预、放松行业管制、民营化等更深层次的刺激供给的改革措施将逐渐成为关注焦点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

物价无小事，通胀猛如虎。

因此，温总理说："有两件事可以造成社会不稳定，一个是官员腐败，一个是通货膨胀。"

然而，若不能理性认识通胀，盲目怕通胀，非理性抗通胀，就难免过度紧缩，而每一轮货币过度紧缩都伴随着经济下滑，中小企业大批倒闭和股市持续下跌。

如今，中国又在艰难地吞咽这枚苦果……

large business cycle

第三章

物价：牵动百姓和政策神经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过剩经济通胀不是主要矛盾，应更多关注核心CPI

在成熟市场经济国家，核心CPI才是货币当局政策制定的主要参考。在我国，由于权重设置，食品和能源价格对CPI影响超过50%，这说明我国更应该尽快制定自己的核心CPI。然而时至今日，这一呼声一直没有得到管理层的采纳。中国CPI继续受制于食品价格和能源价格周期性波动，货币政策一次又一次被猪价牵着鼻子走，频繁地踩油门、踩刹车并没有改变产能过剩和需求不足的经济本质特征，却枪枪打到了股市和中小企业身上，中国经济这部汽车正在变得越来越颠簸……

过剩经济通胀不是主要矛盾

我国CPI构成可分为三大类，一类是食品价格，一类是制造业产品价格，一类是服务价格，这三类产品价格具有不同的决定机制。通过三类产品价格机制的分析，我们认为制造业产品价格和服务价格因为产能过剩和劳动相对过剩都难以大幅上涨，CPI波动主要取决于食品价格。

从类别看，我国CPI由八大类商品价格组成，食品、烟酒及用品、衣着、家庭设备用品及服务、交通和通信、医疗保健和个人用品、娱乐教育文化用品及服务、居住。其中，食品可以作为单独一类，其次是制造业产品，主要是烟酒及用品、衣着、家庭设备用品及服务，第三类是服务业产品，主要是交通和通信、医疗保健和个人用品、娱乐教育文化用品及服务、居住。其中有少量交叉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

各分类价格指数权重的确定一直是个难点。我们通过回归方法，得出各分类价格的权重，食品占32.5%，其次是居住，占16.1%，家庭设备用品及服务最小，只有1.6%。考虑到实物产品与服务的交叉，CPI中大体上是食品、制造业和服务业产品价格权重各占1/3。但在实际分析中，价格波动较大的食品、居住和娱乐教育文化用品及服务对CPI的影响很大。

我国制造业产品价格受产能过剩和完全竞争的市场结构决定，难以上涨。我国制造业企业众多，绝大多数是小企业，即使在规模以上工业企业中，也绝大多数是小企业，大中型企业很少。但大中型企业与小企业相比，主营业务利润率和人均营业收入与小企业并无多大差异。这就意味着，即使制造业产品价格出现微小上涨，众多企业短期内供给大量增加也会使价格降下来。

这就不难理解，自2002年以来，国际大宗商品价格暴涨，但我国家电、计算机、纺织服装、汽车、食品、家具等价格基本保持稳定，计算机、汽车和家电产品价格还大幅下跌。

服务业是劳动力密集型产业，我国劳动力供给增长高峰已经过去，最低工资标准大幅上调，服务价格上涨趋势形成，但我国劳动力相对过剩会在很大程度上抑制服务价格的上涨速度与上涨幅度。

中国核心CPI相对稳定

扣除波动较大的食品价格和部分居住价格，我国核心CPI是稳定的。

美国经济学家戈登(Robert J. Gordon)1975年提出了从CPI中扣除食品和能源价格的变化来衡量价格水平变化的方法。从1978年起，美国劳工统计局开始公布从消费价格指数和生产价格指数中剔除食品和能源价格之后的上涨率。

我国CPI波动主要来自于食品价格的波动，其次是居住价格的波动。我国食品和居住价格上涨对CPI的影响很大，一是食品价格和居住价格的波动幅度大，且与CPI变动趋势基本一致，二是食品和居住类商品在CPI中的权重较大，食品占1/3左右，居住占16%左右，两者合计占50%。因为我国能源价格是包含在居住价格中的，在计算核心CPI时，应该扣除食品和居住项目。

但居住项目并不能完全扣除。在我国居住项目价格中，除了水电燃料价格外，还有住房价格和居住服务费价格。水、电、气、燃料等受国际能源价格波动的影响较大。根据《中国统计年鉴2009》的数据，2008年城镇居民“水电燃料及其他”支出占“居住”支出的63.2%，但水、电、取暖价格均采取国家指导价，其波动并不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能随行就市。综合考虑，在计算核心CPI时，我们扣除居住权重的50%。

扣除食品价格和居住价格50%计算出来的我国核心CPI是稳定的，自2001年到今年，一直在(-0.85，1.25)的范围内波动，变动幅度为2.10%。而同期我国CPI的波动非常剧烈，最高值出现在2008年2月，受春节和猪肉价格暴涨影响，CPI高达8.7%，最低出现在受金融危机冲击后的2009年7月，低至-1.8%，变动幅度高达10.5%，是核心CPI的5倍。

我国货币政策应盯住核心CPI

从历史看，货币政策盯住CPI效果不明显，还会放大经济周期。

1996～2002的7年间，经济和CPI下行。央行先后8次下调存贷款利率，1年期存款利率从10.98%下落到1.98%、1年期贷款利率从12%下落到5.31%；下调存款利率的一个重要意图是，希望城乡居民少存款多消费，但结果是，城乡居民储蓄存款余额从1995年底的2.97万亿元增加到2002年年底的8.69万亿元(原先每年新增储蓄存款6000亿元左右，但2000年之后，每年新增储蓄存款在1万亿元左右)，另一方面，这段时间内的CPI走势并没有发生实质性改变。

2003～2004年，经济和物价上行。央行于2003年9月和2004年4月分别两次提高了法定存款准备金率(共1.5个百分点)、于2004年10月提高存贷款利率(1年期存贷款利率分别上调0.27个百分点)，但这些措施对缓解粮食产量的下降并无多少正面效应。

2007～2008年，物价和经济先上行后下行。央行先后16次提高法定存款准备金率(法定存款准备金率从9%上升到17.5%)、6次提高存贷款利率，但并没有因此遏制住CPI不断上行的势头；2008年9月以后的3个多月时间内，连续4次下调法定存款准备金率、5次下调存贷款利率(使1年期存款利率回到了2004年10月底的水平，1年期贷款利率回到了2002年2月的水平)，但CPI下行的走势并没有因此而改变。

2010年上半年，通胀压力来自翘尾因素、蔬菜价格上涨和通胀预期三个方面，但央行连续三次上调存款准备金率，公开市场连续11周净回笼货币，房地产调控和节能减排等调控政策一起，形成了较大的经济下行压力，经济迅速降温。这期间，通胀压力确实得到缓解，但这不是货币政策紧缩的效果，主要还是因为入夏以来，天气转暖，蔬菜价格大幅下跌。

以上货币政策跟随CPI频繁调整，显然既无必要，又有很多负面影响，在过剩经济背景下，应尽快推出核心CPI做为货币政策的制订依据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货币政策有三种可选组合

根据当时的具体经济背景，笔者提出三种可选政策组合，综合利率、信贷、汇率、存款准备金率的不同特点，相互对冲，希望既能有利于调控房价、物价，又能够不伤及经济，不伤及股市，不破坏内部经济和外部经济的均衡。事实证明，决策者还没有学会采纳复杂的政策组合来对冲潜在负面影响，而是只会简单地紧缩或放松。这么简单而笨拙的动作，还能责怪经济一松就热、一紧就死吗?

2010年下半年以来，国际再平衡压力风起云涌，人民币汇率之争愈演愈烈；国内经济下行压力虽部分缓解，但下行趋势并未改变；商品房价格仍居高不下；4万亿投资计划退出和消费刺激效应的减弱，将会冲击2011年经济增长。如何在保持房地产调控的同时实现经济平稳较快发展，如何在保持经济平稳较快发展的同时实现经济增长方式的转变，成为短期和长期宏观调控的重大考验。十七届五中全会和中央经济工作会议，定调2011年宏观调控政策，规划未来五年的社会经济发展。四季度将是影响我国短期和长期经济发展的重要历史时间窗口。

房地产调控政策或会加码

今年四季度，遏制房价上涨仍是宏观调控的目标，不排除调控政策加强的可能。目前调控可以期待落实的政策主要有：房产税等税收方面的政策、对企业融资的限制措施、对企业土地增值税的清算清缴等政策，对于已经出台的政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策加大执行力度，提出具体的执行要求等。但是，考虑到2010年年底和2011年上半年保障房大量竣工，将明显缓解供求关系，房产税之类的更严厉的调控政策出台的可能性不大。

增加供应是房地产调控的根本所在，保障房供应有可能改变目前商品房市场供求关系。2010年我国将如期完成300万套保障房和280万套棚户区改造，按每套保障房60平米计算，580万套相当于3.48亿平方米，如果这些保障房能在尽可能短的时间全部得到有效分配，将有效地增加供给，抑制房价过快上涨。这是因为，2009年到2010年前7个月，商品住宅期房销售面积9.445亿平方米，房屋竣工面积8.272亿平方米，缺口1.172亿平方米，580万套保障房相当于商品房供求缺口的3倍，如果2011年再新建一批保障房并有大量商品房施工项目竣工，将从根本上改变商品房供不应求局面，达到调控目标，并实现经济“软着陆”。

如果2010年下半年房价出现一定幅度的下跌，如到年底同比有10%～20%的跌幅，四季度成交量有一定幅度的放大，目前的房地产调控政策会不会改变？基于前两次调控后房价仍迅猛上涨的经验，预计即使四季度房价出现一定幅度的下跌，目前的调控措施也会保持。8月和9月，房地产市场量价齐升增加了强化房地产调控的预期，拉长了房地产调控的时间周期，调控趋于长期化的可能性大大增加，保守估计本轮房地产调控时间将超过两年。

货币政策有三种可能组合

组合一：不加息＋升值＋控制信贷。考虑到经济仍然存在下行压力，并且下行趋势没有改变，加息会对投资产生较大的负面影响，而目前的非房地产投资增速已回落到21%，如果剔除价格指数，将不足20%，已低于2000年来的平均水平，在此情况下，加息会显著抑制经济增长，很可能会使经济“软着陆”变为“硬着陆”。因此，加息的可能性不大。

在不加息的情况下，控制信贷和人民币升值成为抑制通胀的较有效手段。货币学派代表人物弗里德曼认为，在短期内，货币供应量的变化部分影响物价，但在长期内，货币供应只决定物价水平。在2009年新增信贷9.59万亿元、2010年上半年新增4.63万亿元的情况下，信贷难以放松。我们预测2010年人民币升值约5%，年底一美元兑6.5元左右，人民币升值可部分抑制出口，具有紧缩作用，还可有效抑制输入型通胀。

组合二：加存款息＋放松信贷。自2010年2月CPI同比涨幅超过存款利率、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际利率为负以来，加息压力不断增加。近期在经济下行、通胀预期有所提高的情况下，有人提出提高存款利率、贷款利率不上调的不对称加息的调控思路。但这样会缩小银行利差，侵蚀银行利润。在利差缩小的情况下增加信贷，可部分保障银行利润。

组合三：加存贷款息＋降存款准备金率。对称加息可有效缓解通胀预期，抑制商品房价格过快上涨，但会增加企业负担，增加经济下行压力，不利于经济平稳较快发展。这时如果配合降低存款准备金率，可增加资金量，缓解加息的紧缩作用。

以上三种货币政策组合，短期第一种组合的可能性最大。无论是解决长期存在的体制性、结构性问题，还是解决经济运行中突出的紧迫性问题，都要在保持经济平稳较快发展的前提下进行。然而随着时间推移，如果年底物价和房价仍没有明显回落，第二、三种组合发生的可能性会增加。

财政政策刺激消费

继续实施消费补贴政策。2010年促进消费的一系列政策，2011年大部分将继续执行。提高下乡家电产品最高限价，继续实施汽车、摩托车下乡政策和家电以旧换新政策，继续实施农机具购置补贴政策，增加补贴资金规模。继续实施节能产品惠民工程，加大高效照明产品推广力度。

加大转移支付力度。2010年国家将继续提高粮食最低收购价格，增加对种粮农民的农资综合直补、良种补贴、农机具补贴，扩大补贴范围和种类，提高补贴标准。2009年中央财政对农民的四项补贴(粮食直补、农资综合补贴、良种补贴、农机具购置补贴)支出1274.5亿元。保障企业退休人员、城乡低保对象等低收入群众基本生活，加大资助困难学生、优抚救济、住房保障等方面的补助力度。

加大社会保障力度。2009年我国新型农村合作医疗参合人数达到8.3亿人，城镇居民基本医疗保险参保人数达到1.8亿人，财政补助标准提高到人均80元。在30%的基层医疗机构实施基本药物制度。支持乡镇卫生院、中心乡镇卫生院建设，增强基层医疗卫生服务能力。开展新型农村社会养老保险试点，推动我国社会保障制度建设。提高企业退休人员基本养老金水平，推动城镇企业职工基本养老保险省级统筹。提高城乡低保月人均财政补助标准，进一步提高部分优抚对象等人员的抚恤和生活补助标准等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户秘书签下载请进 http://www.zhe4e.net

加大保障性住房建设力度。2010年我国将建设各类保障性住房和棚户区改造住房580万套，改造农村危房120万户，均比去年有较大幅度增加。根据国土资源部的数据显示，上半年保障性住房、棚改房和中小套型商品房用地供应量为4.2万公顷，占1至6月份住房用地实际供应量的75%；全国保障性住房用地实际供应量9472公顷，与去年同期实际供应量相比增加约133%，保障性住房用地增长明显。

个人所得税改革有望取得进展。2002年，我国个税收入占税收的比重达到7.13%，此后徘徊不前，2009年降到6.26%。其中重要原因是，2006年和2008年两次提高起征点到1600元和2000元，每提高一次，纳税人都会大幅减少。因此，个人所得税起征点再次上调的可能性不大，以家庭征收个人所得税改革有望取得进展。

经济下行趋势没有改变，加息会对投资产生较大的负面影响，而目前的非房地产投资增速已回落到21%，如果剔除价格指数，将不足20%，已低于2000年来的平均水平，在此情况下，加息会显著抑制经济增长，很可能会使经济“软着陆”变为“硬着陆”。因此，加息的可能性不大。在2009年新增信贷9.59万亿元、2010年上半年新增4.63万亿元的情况下，信贷难以放松。我们预测2010年人民币升值约5%，年底一美元兑6.5元左右，人民币升值可部分抑制出口，还可有效抑制输入型通胀。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
不同意开户费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认清通胀特点，增强政策针对性

文中笔者再次呼吁要区分局部通胀和全面通胀，避免用紧缩总需求的手段应对局部性和阶段性的通胀，否则会影响经济的平稳运行。时至今日，这些可怕的担忧都已变成可悲的现实！局部通胀与全面通胀被混为一谈，一再用紧缩总需求的方法来解决局部供给冲击造成的问题；将短期物价上涨夸大成长期通胀并放大经济周期；核心CPI这么简单的事，也一直没有统计和公布。重读这篇文章，可以让我们反省政策偏颇，纠正对通胀的认识误区，否则，在明年，也许后年CPI再起时，中国还会重复同样的悲剧。

当前的所谓通货膨胀形势具有局部性和阶段性的特点，如果不能认清这两大特点，比如，错误地把局部食品通胀当作全面通胀，或错误地把短期物价波动当成长期通胀，就会扰乱市场预期；如果政策进一步被误导，用需求管理的手段去应对供给方面的问题，或用过度强烈的干预手段去应对原本可以自行消失的阶段性问题，结果反而影响经济的平稳运行，有可能放大经济周期波动。

区分局部通胀与全面通胀的重大意义

由于中国居民消费支出中，食品消费支出所占的比重较高，所以在CPI的构成中，食品的权重响应得也比较高。2009年食品类在CPI中的比重为32.79%，居住类为14.69%。这两项相加就占了CPI构成的50%左右，而居住类价格中一半是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218988 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

水电煤气等能源价格，另一半是房租价格。

在最近几个月的CPI上行过程中，绝大部分的波动都来自食品和居住类这两部分，比如，10月份4.4%的物价上涨中，食品类价格上涨10.1%，居住类价格上涨4.9%，对CPI上涨的贡献率分别占74%和16.6%。也就是说，所谓4.4%的通货膨胀中90%的因素都来自于食品和居住类，占CPI另外半壁江山的烟酒及用品、衣着、家庭设备用品及维修服务、医疗保健及个人用品、交通和通信、娱乐教育文化用品及服务等基本保持稳定。

毫无疑问，当前的所谓“通胀”，并非全面通胀，而是指食品通胀和居住类价格的通胀，是局部通胀。

区分局部通胀和全局通胀不仅是必要的，而且具有重大意义：如果是局部通胀，就应该采取有针对性的措施，局部应对；如果是全局性通胀，那么整个经济就应该紧缩。

如果对局部通胀和全局通胀不加区分，只要CPI上涨就采取总量紧缩措施，就会殃及食品和居住之外的其他产业——这些产业有的处于供需均衡状态，有的处于消费不足状态，一旦总量紧缩，就会出现需求下滑、销售下降、利润下降，进而投资下滑的恶性循环，从而造成经济滑坡。

避免用紧缩总需求的手段应对供给方面的问题

正如统计部门的分析，这一轮物价上涨主要原因“还来自国外农产品及大宗商品涨价影响，特别是部分国家干旱粮食减产；原材料价格，特别是原油价格大幅上涨，直接影响包括农产品在内的生产成本；三季度以后国外流动性进一步推升了价格。另一个因素是自然灾害，如10月海南等地的洪灾等，对食品价格上涨产生了一定影响”。

也就是说，本轮物价上涨主要的推动力来自供给方面，而非需求或货币因素！粮食和肉类等农产品的生产都具有周期性和季节性的特点。一旦季节性出现短缺，不可能像制造业产品那样加班生产、增加供给，所以才为投机者炒作提供了一定的条件！如果说，农产品的价格上涨也有货币方面的原因，主要是过剩的流动性充分利用了这种供给阶段性短缺的局面，进行投机炒作。至于农产品乃至食品的需求，从来都是相对稳定的。

所以治理供给波动和投机“炒作”产生的通货膨胀，最好从增加供给和打击投机炒作等方面入手，真正对症下药。至于货币紧缩，不能否认其对引导预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
如有比我们低10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期的作用，但是并不是正确的手段——因为无论对于美国还是中国而言，货币过剩都不是一天两天了，回收过剩流动性也非一日之功！而货币紧缩的任何举动，其效果都是总量的而非局部的。也就是说，总量紧缩的结果，有可能使正常生产和消费行为也受到抑制，从而使食品和居住之外的原本处于均衡状态的产业，反而走向失衡！

将短期波动当成长期通胀反而会放大经济周期

10月份的物价上涨，既有新涨价因素，占3%；也有翘尾因素，占1.4%。就新涨价因素而言，不仅具有结构性的特点，也具有阶段性的特点。

9月份以来的美元大幅下跌和农产品、大宗商品的上涨，是第一个阶段性因素。而11月4号以来，美元指数从75点迅速反弹到80点以上，农产品、大宗商品的价格已经开始下跌。

也就是说，造成10月份食品和能源价格上涨的国际因素不仅具有阶段性的特点，而且很大程度上已经过去！当然，2010年俄罗斯小麦所遭受的损失以及其他阶段性影响供给的因素依然存在。不过鉴于农产品价格依然处于高位，可以预见的是，下一个季节的农产品产量一定会大幅增加，而到时候价格自然会回落。

国内夏季洪水和秋粮歉收因素的影响仍然存在，同样也具有季节性地特点。就如同2007年的猪肉供给和价格变化一样：在母猪和生猪产量季节性的增加之前，无论怎样紧缩货币都是没有用的；而一旦2008年下半年猪肉大量增产的季节来临，政府想保护农民的利益，阻止猪肉价格的下跌也是不可能的。所以季节性的粮食和猪肉价格波动本身就是一个很难改变的经济规律，多年来我们应该已经习惯了：看到它上涨的时候，是应该耐心点等待下一个阶段它自然跌下来，还是明知干预效果有限，一定要加大干预，结果让它跌下来的时候跌得更惨？

公布核心CPI，增强政策针对性

很多人问一个简单的问题，为什么美国、欧洲也滥发货币，可是他们那里却没有通货膨胀？为什么他们不紧缩，而且还进一步扩张货币？其实美国、欧洲的粮食、食品、能源也涨价了，只不过他们的物价指数中，食品的比重太低，所以CPI不会高，政策也不会被误导！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比如美国CPI指数构成中，食品和饮料约占15%，由于食品价格的上涨，美国的CPI从八九月份的1.1%上升到1.2%；英国的CPI中食品和非酒精饮料占10.8%，由于食品价格上涨，英国的CPI从9月份的3.0%上涨到10月份的3.2%；德国的CPI构成中，食品和非酒精饮料占10.35%，10月份其食品价格上涨2.7%，而CPI则同比上涨1.3%；南非CPI权重中食品和非酒精饮料占14.98%，其CPI仍处于回落过程中；而日本CPI中食品占25%，10月份CPI仍然为-0.6%，仍处于通货紧缩状态。

显然，由于CPI构成中食品的权重超过三成，结果中国成为物价指数最受食物价格影响的国家！事实上，过去十多年中，几乎每一轮的物价波动，以及相应的政策调整几乎都是因为食物价格变化引起的，以至于出现2007年、2008年宏观政策被动跟随猪肉价格变动的滑稽现象。

为了减少食品价格变化夸大整体价格波动水平，减少食品价格波动对整个宏观政策的过度影响，能不能适当调低食品在CPI中的比例呢？比如，20世纪八九十年代，我国CPI构成中食品权重就曾高达50%以上，到2006年中国CPI分类权数中食品的比重就降低为33.20%，2009年进一步降低为32.79%。2010年年底，又到了五年一次的CPI权重大调整阶段，在2011年即将启用的新的CPI构成中，有没有可能大幅调低食品权重呢？这还是要看中国的居民消费构成，尤其是恩格尔系数的变化。

2009年我国农村居民支出的40.97%用于食品消费；城镇居民消费中也有36.52%用于食品支出方面。经济学把这两个数字分别称为农村和城市的恩格尔系数。这个数字与80年代的60%以上和90年代的50%左右相比，已经有很大的变化，可是，与其他国家相比，国人的食品支出在全部生活支出中的比重仍然是最高的。

比如，根据经合组织的调查，2008年，韩国居民消费构成中食品比重大约为12.57%；日本14.82%（2007年数据）；受金融危机影响，2008年加拿大居民的食品消费比重只有9.22%；美国则只有6.79%；英国8.91%。欧洲大陆的食品消费高于英、美、加，代表性的法国、德国、荷兰、西班牙分别是：13.47%、11.34%、11.31%、13.65%。澳洲的澳大利亚、新西兰分别是11.15%、17.27%；而与中国发展水平和消费结构类似的土耳其、墨西哥、波兰食品消费权重则分别为25.82%、23.10%和20.69%。

显然，即便与土耳其、墨西哥、波兰等国相比，中国居民消费构成的食品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权重的调查结果也是值得怀疑的。一个可能的解释在于统计调查的过程：很多中国居民缺少对统计法的认识，不愿意配合填写复杂的调查表格。而那些愿意接受调查、确定为样本的家庭必须每月填写一厚本表格，详细记录每天的任何一笔细节支出，得到的调查补助通常只有十几元钱。因此在中国接受调查的基本上都是中低收入者。结果中国的居民消费支出构成就变成为“中国中低收入者消费支出构成”，夸大了食品的权重。这种调查结果跟南非正好相反：在南非，那些填写调查表格的居民大部分是受过教育的白人，结果南非的CPI构成居然跟欧美国家相似，食品只占CPI的15%。

当然，即使参考土耳其、墨西哥、波兰等国家的消费水平，中国居民消费构成中食品也要占到25%左右。对于中国而言，“十二五”期间CPI构成中食品所占权重最低也只能调低到25%到30%之间，依然会对价格总水平产生重大影响。

既要尊重CPI的构成，又要避免政策被CPI误导的办法，是在“十二五”期间尽快推出并定期公布中国的核心CPI。

核心CPI最早是美国学者戈登1975年提出来的。70年代的石油危机期间，美国出现了较严重的通货膨胀，而通胀的原因主要是受食品和能源价格上涨。美国人认识到：食品价格和能源价格上涨主要受供给因素的影响，受需求拉动的影响较小。为了避免CPI误导货币政策，提出了从CPI中扣除食品和能源价格的变化来衡量价格变化的方法。从1978年起，美国劳工统计局开始公布从CPI和PPI中剔除食品和能源价格之后的核心CPI。

我们自己计算的中国的核心CPI一直比较稳定，2001年9月以来在(-0.85，1.25)的范围内波动，10年变动幅度只有2.10%；而同期我国CPI的波动比较大，最高是2008年2月，8.7%，最低是2009年7月，-1.8%，波动幅度达10.5%，是核心CPI的5倍。可见，10年来的若干次货币政策“踩刹车”或“踩油门”大部分是被食品价格变化所驱动，10年来除了食品之外的中国价格总水平基本保持稳定。

目前计算并公布核心CPI已经成为各国官方通行的做法。例如，美国的核心CPI扣除食品(权重为15%)和能源(权重为9%)，日本的核心CPI扣除新鲜食品(食品的权重为25%，新鲜食品的权重为4.5%)，欧洲央行则扣除未加工的食品(食品的权重为19.3%，未加工食品的权重为7.6%)和能源(权重为8.2%)。中国官方应该尽快推出并公布我国的核心CPI。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

劳动力成本上升对物价影响有限

人口红利的减少，劳动力成本的上涨被很多学者和媒体用来解释中国通货膨胀的主要原因。这种解释的可怕之处在于：劳动力成本上升是长期的、不可逆的，因此中国的通货膨胀也将是长期的、不可逆的，而不是周期性的或短期的。2012年中期，当CPI水平跌到2%以下的时候，这种把中国通胀说成长期的观点不攻自破！然而，2011年年初，这篇文章发表时，又有多少人认真研读了其中的逻辑呢？事实上，劳动力价格上涨对物价的影响不大也不小，每年接近两个百分点。因此，对中国而言，低于2%的CPI实际上意味着需求不足。重读这篇文章以及其中的分析方法，既可以让我们充分认识当前中国经济需求不足的本质，也可以避免在下一次通胀来临的时候，盲目听信通胀长期化的观点跟着瞎忽悠。

劳动力成本上升推涨物价需过四道关

实证观察，我国劳动力成本上升与物价上涨并不存在明显相关关系。劳动力成本上升能否形成价格上涨，还取决于劳动生产率变化、供给者利润弹性和流通环节利润弹性情况等。

第一，实证观察我国劳动力成本与物价不存在明显相关关系。

1985～1989年和1992～1996年，我国劳动生产率平均增速均超过劳动力成本平均增速，单位产品劳动成本持续下降，但物价持续上涨；1998～2002年，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

劳动生产率平均增速显著低于劳动力成本平均增速，单位劳动成本持续上升，但物价持续下跌。可见，我国劳动力成本与物价不存在明显相关关系。

2003年以来，我国劳动力成本平均增速均高于劳动生产率，单位产品劳动成本持续上升，但物价也并不总是上涨的，2005年和2006年持续两年回落，2009年甚至是下跌。可见，从年度考察，我国劳动力成本与物价也不存在明显相关关系。

第二，劳动力成本与物价中间有四层“过滤”网。

劳动力成本上升经过劳动力成本传导系数、劳动生产率变化、供给者利润弹性和流通环节利润弹性变化四层过滤，才传导到最终价格。名义工资上升并不必然导致产品价格上涨。

如果劳动力成本上升幅度低于劳动生产率提高幅度，单位产品劳动成本下降，价格上涨压力就不大。如近年来我国汽车、计算机和部分家电产品价格不仅没有上涨，还有较大幅度的下跌。

另外，供给者市场竞争程度也是影响产品价格的一个重要因素，在完全竞争市场中，如果企业利润弹性大，则价格不易上涨。

流通环节利润弹性也会影响产品价格。如家电、服装等产品，流通环节利润弹性大，多年不涨价；反之如我国蔬菜市场，流通环节利润刚性往往使零售菜价高出批发价数倍；又如我国汽油市场，相同的原油价格和生产技术，我国成品油价格比美国高出不少，其中原因就是流通环节利润弹性较小，利润刚性较强。

劳动力成本比重不同，CPI传导系数不同

在不考虑其他因素变化而只考虑劳动力成本上升的情况下，由于劳动力成本在不同产品成本中的比重不同，对产品成本具有不同的影响。测算表明，劳动力成本上升对我国CPI的传导系数约20%。

第一，劳动力成本上升对食品价格的传导系数约27%。

劳动力成本上升对农产品价格的影响在生产种植环节主要取决于劳动力成本上涨幅度及其占种植（养殖）成本的比重。

劳动力成本上升对粮食价格的传导系数约41%。《全国农产品成本收益资料汇编》的数据，2002～2007年全国三种粮食每亩人工成本比重平均为40.8%，2007年为39.9%，全国二种油料2002～2007年每亩人工成本比重平均为49.2%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

2007年为48.3%。

以三种粮食每亩人工成本比重40%计算，在其他条件不变的情况下，人工成本上涨15%，粮食种植成本上升6%。以二种油料每亩人工成本比重50%计算，在其他条件不变的情况下，人工成本上涨15%，粮食种植成本上升7.5%。

按2002～2009年粮食与油料种植面积平均比例88.5：11.5计算，人工成本上涨15%，粮食和油料种植成本上涨6.17%。

其一，劳动力成本上升对蔬菜价格的传导系数约40%。我国人工成本占蔬菜种植成本的40%，在其他条件不变的情况下，人工成本上涨10%、20%和30%，蔬菜价格分别上涨4%、8%和12%。

在蔬菜生产种植环节，当前大部分仍局限在家庭种植上，规模种植很少，外雇劳动力只在农忙时节，平时绝大多数是自我雇佣。因此，劳动力成本上升对蔬菜价格的影响并不是非常显著。

其二，劳动力成本上升对肉类价格的传导系数不超过10%。

据统计，2008年，全国每头生猪总成本为1290.18元（规模户1263.88元，散养户1316.17元），其中：物质成本与服务费用1160.45元，占总成本的89.9%（规模户1192.13元，占94.3%；散养户1128.68元，占85.8%）；人工成本128.59元，占9.97%（规模户69.83元，占5.53%；散养户187.13元，占14.2%）。

据农业部2008年调查《每只鸡农民获利1.1元，其他环节获利近6元》；一只鸡养殖成本24.74元，其中人工费0.73元，鸡苗、饲料、防疫、煤电等直接费用23.56元，鸡舍折旧和维修等间接费用0.44元，土地费用0.01元。人工费比重仅有2.95%，不足3%。这样，劳动力成本上升对肉鸡养殖成本的影响远低于生猪。

因此，我们取人工成本占猪禽养殖成本比重10%计算，人工成本每上涨10%，猪禽成本上升1%。

其他肉类养殖如牛、羊等的养殖，劳动力成本所占比重也较低，一般不超过生猪养殖成本的10%，劳动力成本上升对肉禽蛋奶价格的影响不大。

其三，劳动力成本上升对食品价格的传导系数约27%。将粮食、肉类和蔬菜价格加权平均，得到劳动力成本每上升10%，食品价格上涨2.7%。

第二，劳动力成本上升对工业品价格的传导系数不超过10%。

劳动力成本上升对工业品价格影响小。从2007年投入产出基本流量表(中间使用部分)数据看，劳动者报酬在工业品成本构成中的比重非常低，劳动密集型的纺织服装业的比重为8.6%，资本密集型的炼焦和石化业的比重仅为5.5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果劳动力成本上升10%，工业制成品的出厂价格上涨幅度均不超过1%，最高的非金属矿物制品业上涨约0.96%，纺织服装业上涨约0.86%，炼焦和石化业上涨0.54%。

第三，劳动力成本上升对服务价格的传导系数约21%。

劳动力成本上升对服务价格影响较小。从2007年投入产出基本流量表的数据看，竞争性服务业如建筑、运输、商业、餐饮、住宿等劳动者报酬在成本构成中比重较低，一般在15%以下，金融业因薪酬较高，比重达17.9%；非竞争性行业如教育、卫生、公共管理等行业比重更高，为32.9%。

如果劳动力成本上升10%，除其他服务业服务价格上涨幅度达到3.3%外，其他第三产业服务品价格上涨幅度均不超过2%。

服务价格受劳动力成本上升的影响幅度较低。按照2004年第一次经济普查各行业就业人数权数，计算出以上服务业成本构成中劳动者报酬比重平均为20.8%。这样，劳动力成本上升15%，服务价格上涨3.12%。

第四，劳动力成本上升对我国CPI物价的传导系数约20%。

经测算，在其他情况不变的情况下，劳动力成本上升10%、15%和20%，我国CPI将分别上涨1.99、2.98和3.98个百分点。

劳动生产率提高消化劳动力成本上升对价格约1/3的影响

第一，劳动用工有较大的节省空间。

据国务院发展研究中心于保平的研究，在稻谷种植成本上，我国劳动力使用数量有很大的节约空间。2010年江苏小麦生产成本构成为，物质与服务费用316.84元，占74.18%，人工成本110.27元，为25.82%。缘于免耕技术和机械化作业，江苏小麦生产成本中人工成本由2001年的78元上升到2010年的110.27元，占比呈下降趋势。

2003年后，我国农林牧渔业总产值和增加值持续增长，但就业人数持续减少，8年累计减少8100多万人，2010年比2002年减少22%。可见劳动用工有很大的节约空间。

第二，劳动生产率提高抑制劳动力成本上升对物价的影响。

劳动生产率提高，单位产品劳动成本持续下降，可以在相当程度抑制劳动力成本上升对价格的影响。2007～2010年一二产业劳动生产率平均增长率（算术平均）均为7.7%，第三产业平均为8.4%，如果劳动力成本上升15%，则超过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218868 期货开户秘书网下载资讯 http://www.7help.net

50%的劳动力成本对物价的影响就会被劳动生产率提高所抑制。

即如果物流费用降低10%，约0.7万亿元，约相当于2010年劳动者报酬增加的1/3左右。这就意味着，如果物流成本下降10%，劳动力成本上升对物价的影响可进一步降低到1.19%。如果物流成本下降20%，达到占新增GDP的15%左右，劳动力成本上升对物价的影响可进一步降低到0.59%左右。从2010年11月中旬停止征收鲜活农产品高速公路收费等措施对抑制蔬菜价格立竿见影的效果来看，我们认为物流成本下降15%，进一步抑制劳动力成本上升对物价50%的影响是可能的，即流通环节成本下降，相当于物流成本下降15%，进一步使劳动力成本上升对CPI的影响降低到0.89%。

只考虑劳动力成本比重、不考虑劳动生产率提高时，劳动力成本上升15%对物价的影响为2.98%。在考虑劳动生产率提高对价格影响的情况下，劳动力成本上升15%对物价的影响不超过1.5%。

以第一产业总产出增长衡量，抑制约1/3的物价上升。第一产业劳动生产率提高是建立在就业人数持续减少的基础上的，总产出增长并不快。因此，应该以农产品产出增长速度衡量劳动生产率提高对劳动力成本上升对物价的影响。2007～2009年三年农林牧渔业总产出平均增长速度约4.7%，相当于劳动力成本上升15%的1/3，在考虑劳动生产率提高对价格影响的情况下，劳动力成本上升对物价的影响不超过2.0%。

利润弹性抑制劳动力成本上升对价格的影响

第一，过度竞争抑制工业品供给者利润空间。

我国制造业产品价格受产能过剩和完全竞争的市场结构影响。我国制造业企业众多，绝大多数是小企业，即使在规模以上工业企业中，也绝大多数是小企业。但大中型企业与小企业相比，主营业务利润率和人均营业收入并无多大差异。这就意味着，我国制造业产品具有利润弹性大、价格弹性低的特点，一旦制造业产品价格出现微小上涨，众多企业短期内供给大量增加就会使价格降下来。

这就不难理解，自2002年以来，不但劳动力价格上升快，而且国际大宗商品价格暴涨，但家电、计算机、纺织服装、汽车、食品、家具等价格基本保持稳定，计算机、汽车和家电产品价格还有所下跌。

第二，农业补贴对农产品价格的影响明显。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

粮食库存是抑制粮食价格的一个重要因素。从2004年起，国家连年稳步提高粮食最低收购价格。目前我国粮食近40%的库存消费比，远远高于国际公认的17%～18%的警戒线。2008年世界粮食危机的时候，国际粮价约是国内粮价的2倍；2010年，国内外粮食市场价格形势与2008年情形相反，我国大米、小麦、玉米三大主粮价格普遍高于国际粮价，降低了国际涨价传导到国内的可能。

农业补贴抑制粮价上涨。2004年起，我国相继取消了除烟叶外的农业特产税、农业税等“四税”及各种附加，每年全国农民减负约1250亿元；逐步推行直补、良种等补贴政策，力度逐年加大。2009年，中央财政安排四项补贴1230.8亿元，水稻、小麦、玉米、棉花良种补贴实现全覆盖。2011年中央财政安排对农民的四项补贴（粮食直补、农资综合补贴、良种补贴、农机具购置补贴）支出1334.9亿元，比2010年预算增长12.8%。农业补贴已成为农民收益的一个重要来源，可部分抵消劳动力成本上升对价格的冲击，抑制农产品价格上涨。

第三，供给者利润率下调15%对CPI的影响可由2%降至1.78%。

根据2007年投入产出表，各产业（行业）平均营业盈余比重（利润率）为9.8%，邮政为-6.6%，农林牧渔业为0，公共管理和社会组织为0.02%，燃气2.33%，供水2.63%，废品废料最高为78.7%，金融业次之为42.3%，再次是石油和天然气开采业27.5%。

以各行业平均营业盈余比重9.8%计算，如果竞争激烈，或劳动力成本上升速度较快，除农业、邮政、燃气、供水、公共管理五个行业外，大部分行业仍有利润压缩空间。因此，为了对冲劳动力成本上升，利润率降低15%至8.33%，大部分行业仍可承受。

2007年投入产出表中的劳动者报酬（占总产出）比重为13.44%，如果供给者利润率下降15%，相当于劳动者报酬比重下降10.9%，可以抑制约10.9%的劳动力成本上升对价格的影响。

因此，考虑供给者利润弹性后，如果劳动力成本上升15%，对物价的影响可进一步降低到1.78%。

我国劳动力成本上升与物价上涨并不存在明显相关关系。劳动力成本上升能否形成价格上涨，取决于劳动力成本比重、劳动生产率变化、供给者利润弹性情况和流通环节利润弹性情况等。

一层过滤：劳动力成本传导系数。

在其他情况不变情况下，假设劳动力成本上升15%，则推动农产品价格上涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4.1%，工业品价格上涨1.29%，服务价格上涨3.12%，对物价综合影响约为2.98%。

二层过滤：劳动力生产率提高消化劳动成本变化。

按农业总产出增速保守预计，可抑制劳动力成本上升对物价影响的1/3，经过二层过滤后，劳动力成本上升对我国总体物价的影响可下降到2.0%。

三层过滤：供给者利润弹性抑制劳动力成本上升对物价的影响。

如果供给者利润率下降15%，可使劳动力成本上升对物价的影响从2%降至1.78%。

四层过滤：流通环节利润弹性因素影响价格传导。

流通环节利润率弹性因素影响价格传导。在蔬菜流通环节，如果节省批发环节直接进入零售环节，可使菜价下降20%。如果物流成本下降15%，劳动力成本上升对物价影响可以进一步降低至0.89%。

比较静态测算表明，如果每年劳动力成本上升15%，最多会推动我国CPI上涨2.98%；经劳动生产率提高、市场竞争供给者利润弹性和流通环节利润弹性三层因素的过滤，劳动力成本上升对物价的影响将低于2.98%，如果没有货币超发、需求扩张、成本变动叠加或预期因素影响，劳动力成本上升15%，对我国CPI推动最低可降低到0.89%。

流通环节利润弹性抑制劳动力成本上升对价格压力

根据2007年投入产出表，各产业（行业）平均广义税率为4.7%，其中批发零售业最高，为14.6%，房地产业（12.8%）、石油开采业（12.3%）和金融业（7.8%）较高，制造业基本位于平均水平，农业较低，仅有0.98%。

批发和零售业一般纳税人税率是17%，小规模纳税人是销售收入的3%。在农产品批发零售业，大量的是小摊贩，流通环节费用高，利润刚性是农产品价格上涨的重要原因。

第一，劳动力成本上升对蔬菜价格影响不及流通环节。

蔬菜价格“贵”在流通环节。调查显示，菜农得到的地头收购价仅为零售价的20%～30%左右，批发价则约为零售价的一半，终端零售是获利最大的流通环节。如果省去批发环节，则菜价将会下跌20%。因此，劳动力成本上升对蔬菜价格影响不及流通环节。

第二，物流成本高昂，下降空间大。

中国收费路段和车辆通行费远高于世界其他国家。全球收费公路总长约14

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万公里，其中10万公里在中国，占总公里数的70%。而在美国，总里程为9万多公里的高速公路中，只有8.8%为收费路段。据世界银行2007年2月公布的研究报告披露，中国车辆通行费占人均GDP比例超过2%，居世界首位。在全国收费公路总里程中，二级收费公路里程和收费站(点)均占总量的60%左右。

国家发改委经济贸易司副司长耿书海在2011年中国物流发展报告会上指出，中国各种过路过桥费已高达运输企业成本的1/3，高速公路收费标准过高，应大幅降低。

第三，物流成本降低10%相当于劳动力成本上升对价格影响的1/3。

据发改委网站公布的数据，2010年我国社会物流总费用预计为7万亿元，社会物流总费用与GDP的比率2005年为18.3%，2010年为18%左右。如果物流总费用与GDP的比率降至发达国家10%的水平，则可节省物流成本3.1亿元。

2010年，劳动者报酬（城乡居民收入）约16.3万亿元，比2009年增加约2.0万亿元。如果物流费用降低10%，约0.7万亿元，相当于劳动者报酬增加的1/3左右，这就可以降低劳动力成本上升对价格影响的1/3。

这就意味着，如果物流成本下降10%，劳动力成本上升对物价的影响可进一步降低到1.19%。如果物流成本下降20%，达到占GDP的15%左右，劳动力成本上升对物价的影响可进一步降低到0.59%左右。

从2010年11月中旬停止征收鲜活农产品高速公路收费等措施对抑制蔬菜价格立竿见影的效果来看，我们认为物流成本下降15%，进一步抑制劳动力成本上升对物价50%的影响是可能的，即流通环节成本下降，相当于物流成本下降15%，进一步使劳动力成本上升对CPI的影响降低到0.89%。

综上所述，每年劳动力成本上升15%对物价的影响在0.89%～2.98%之间，具体取决于劳动生产率变化、行业竞争和流通环节利润弹性情况：劳动生产率提高越快，劳动力成本上升对物价的影响越小。过度竞争行业，企业利润弹性大，劳动力成本上升对物价影响较小；垄断性行业，企业利润刚性强，劳动力成本上升对物价影响较大。流通环节利润弹性大则劳动力成本上升对物价的影响较小，流通环节利润刚性大则劳动力成本上升对物价的影响较大。

正常情况下，如果劳动力成本上升15%，对CPI的影响中值约1.94%。如果劳动力成本上升15%而CPI上涨幅度高于1.94%，则CPI变化可能是由货币、需求、其他成本推动或预期等其他因素造成的。

在当前形势下，不宜过分夸大劳动力成本上升对物价的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不可高估输入型通胀压力

为什么铜价涨了这么多，空调的价格不涨呢？为什么铁矿石涨价那么多而汽车不涨价？为什么原油涨了这么多，塑料价格不涨呢？那些以海外原材料价格可能上涨为理由，忽悠通胀，一次又一次在中国制造通胀恐惧的人，至今还在用这种荒谬的观点到处煽动！这篇完成于2011年年初的文章提出了输入原材料价格对物价影响的四层过滤模型，得到了“输入原材料上涨15%的情况下，对CPI只能带来0.3%的向上拉动”这一结论。读一读这篇文章，不要再听信输入原材料通胀这种“老掉牙”的谬论了。

理论上输入原材料价格上涨可能造成输入型通胀，然而实证数据检验表明很多情况下进口原材料价格上涨，国内下游制成品价格却保持相对稳定。如果进口原材料价格上涨15%，而CPI涨幅超过0.3%，CPI的上涨可能由需求因素、货币因素、劳动及土地要素成本上涨因素、农产品供给周期波动因素以及预期因素带来。

输入型通胀的现实悖论

中国作为世界第二大资源进口国，对输入原材料的高进口依存度及进口原材料的低进口需求价格弹性为国际大宗原材料价格上涨向国内传导提供了可能。但实证分析发现，进口原材料价格上涨不必然导致国内加工制造业成本同步向下游产业传导。与上游进口原材料价格大幅上涨相比，长产业链下游终端

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制成品价格或保持相对稳定。

第一，高进口依存度和低进口需求弹性仅提供了通胀输入的可能。从20世纪80年代以来，随着中国对外开放程度的提高和国内经济增长对国外资源及制成品需求的上升，以进口衡量的外贸依存度持续上升，也使得输入型通胀向国内传导具备了渠道上的可能性。

除了对国外基础资源品及制成品具有较高的进口依存度，对进口商品需求的低价格弹性是输入型通胀向国内进行传导的重要条件。

第二，输入原材料价格大幅上涨vs相关终端制造业价格稳定。

尽管对进口原材料的高进口依存度和低进口需求价格弹性使进口原材料价格上涨具备了向国内下游加工制造业传导的可能。但实证数据检验发现，受国内加工制造业成本结构、竞争格局、下游需求等诸多因素约束，在进口原材料价格大幅上涨的情况下，国内相关制造业产品价格并未出现与进口原材料价格同步上升的态势。

2007年年初至2008年8月，进口铁矿石均价由69美元/吨升至155美元/吨，涨幅达124.6%。同期，国内钢型材由3300元/吨左右涨至5200元/吨，涨幅为57.5%。而流通环节汽车价格指数衡量的汽车价格反而下降5%。

同样，2007年年初至2008年6月，国际原油价格由50美元/桶上涨至140美元/桶，涨幅约180%，而处于产业链下游的国内塑料制品价格上涨约18%，同样远低于进口原材料成本价格上涨幅度。

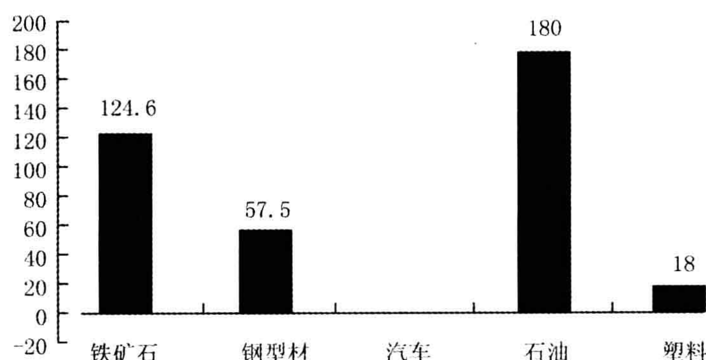


图1　输入原材料价格大幅上涨而相关终端制造业价格稳定

输入原材料价格上涨对国内CPI影响的四层过滤模型发现，从进口原料进入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生产环节到经过流通环节进入最终消费，四层过滤模型可以在很大程度上削弱进口原材料价格上涨对国内CPI的冲击。

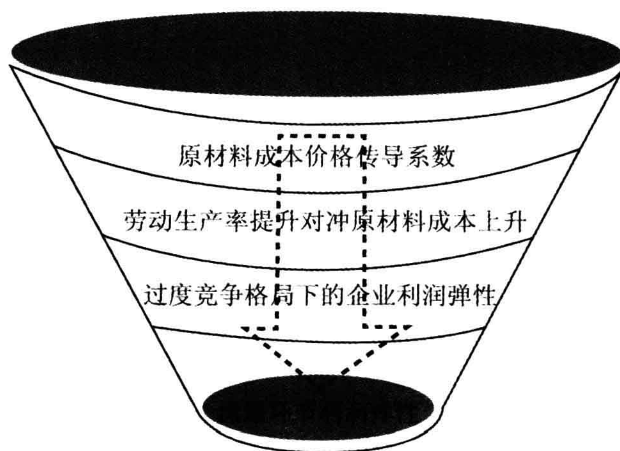


图2　输入原材料价格上涨对国内CPI影响的四层过滤模型

从源头的输入原材料价格上涨开始，经过第一层输入原材料成本价格传导系数过滤，进口原材料价格上涨对国内加工制造业成本带来的上涨压力减弱。

国内生产部门劳动生产率的提升可以消化输入原材料成本上涨，构成第二层过滤。产业链越长，生产率落差越大，对产业链下游制造业成本上涨的消化能力越强。

产成品部门的过度竞争格局形成对产成品生产利润的挤压，输入成本的上升幅度从企业利润环节进一步压缩，形成第三层过滤。长产业链构成多层利润挤压空间。

最后，产成品经过流通环节进入最终消费，受流通环节利润弹性制约，利润被再次分成，形成第四层过滤。国内流通成本具有较大下降空间，构成制成品从生产环节向最终消费过程中成本上涨的最后缓冲。

第一层过滤：输入原材料成本价格传导系数

由进口原材料成本占产品总成本比重与原材料进口依存度乘积构成输入原材料成本价格传导系数。

输入钢铁原材料成本价格传导系数约16.71%。我国钢铁行业产品售价中，41.01%是原材料成本，其中最主要的原材料便是铁矿石。2009年下半年以来，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进口铁矿石价格快速上涨，以巴西64.5%粉矿青岛港到岸价为例，2009年6月至2010年6月，铁矿石价格由585元/湿吨涨至1170元/湿吨，涨幅达100%。

2009年全年中国铁矿石进口量为6.28亿吨，国内铁矿石产量为8.75亿吨，按照这一数据，中国铁矿石对外依存度为41.78%。

我们假定2009年进口铁矿石全部用于当年生铁生产，即铁矿石进口成本完全转化为生铁生产成本，则按照2009年铁矿石进口依存度41.78%计算，考虑到钢铁企业原材料投入占其总成本40%左右，意味着进口铁矿石价格的上涨传导到生铁及钢材上的幅度将受到进一步削减。其他因素不变的条件下，铁矿石进口成本上升15%，生铁生产成本仅上涨2.51%；当铁矿石进口成本上升50%将最多导致生铁生产成本上涨8.36%。

进一步假定钢材成本在机械、汽车等最终需求环节的成本构成中达到50%，则进口铁矿石价格上涨15%，钢材终端需求成本上涨1.26%；在进口铁矿石价格上涨50%的情况下，钢材终端需求因钢材价格上涨带来的成本上涨幅度仅为4.18%左右。

输入石化原材料成本价格传导系数约38.9%。从石化行业看，我国原油进口依存度已经由2003年的32%左右持续上升至2010年6月份的57%。我们参考美国能源信息署（EIA）统计数据估算国内成品油耗费的原油成本。

考虑到国内原油的成品油转化率低于国际水平。我们按照2008年国际原油价格高企时美国成品油生产耗费原油成本71.45%作为国内成品油的原油成本占比进行计算。取极端情况，即进口原油全部用于国内成品油生产，则受原油成本价格传导系数过滤，不考虑其他因素，进口原油成本上涨15%，国内成品油生产成本上升5.83%；在国际原油价格上涨50%的情况下，国内成品油生产成本上升19.44%。

进一步考虑石化终端化纤产业，多数化纤产品都是以石油初级加工产品为主要生产原料，整个行业处在以石油为起点的大产业链条的末端，化纤产品生产成本中，上游原材料成本大约占80%，若上游原油价格及初级原油加工产品价格上涨15%，化纤产品成本仅上涨4.66%；若上游原油价格及初级原油加工产品价格上涨50%，化纤产品成本将上涨15.55%。

输入铜原材料成本价格传导系数约69.3%。中国是全球最大的铜消耗国，中国铜消耗量占全球1/4左右。我国铜矿石进口依存度2009年一度达到90%左右，即便2010年铜矿石进口依存度有所下降，但仍高达81.5%。

在铜产品冶炼过程中，精铜生产所耗费成本中铜精矿成本约占到总成本的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

85%。假定其他条件不变的情况下，进口铜矿石全部用于国内精铜生产，考虑到铜矿石进口依存度81.5%，当进口铜矿石价格上涨15%，经过铜行业原材料成本传导系数过滤，国内铜材成本将上升10.39%；若进口铜矿石价格上涨50%，则国内铜材成本将上升34.64%。

进一步，对铜材终端需求空调生产成本进行观察。空调生产成本中，用铜成本约占其总成本的20%，则当进口铜矿石成本上涨15%时，空调成本上涨2.07%；若进口铜矿石成本上涨50%，空调成本上涨6.93%。

输入豆油原材料成本价格传导系数约33.5%。我国大豆进口依存度由2003年的40.25%升至2010年的72.56%。大豆到豆油产业链极短，进口大豆价格的上涨很容易造成豆油生产成本的上涨，并直接影响最终消费价格。按照目前豆油生产成本中大豆原料成本占比46.2%计算，不考虑其他因素，进口大豆价格上涨15%，豆油成本上涨5.03%；若进口大豆价格上涨50%，则豆油成本上涨16.76%。

第二层过滤：劳动生产率提升消化原材料成本上涨

第一，全社会劳动生产率提升可消化原材料成本上涨9.34%。世界银行研究报告认为，过去几年来中国的工资水平和大宗商品价格在持续上涨，但中国制造企业的利润率不但没有下降，实际上反而提高了，中国工业通过提高效率来抵消原材料价格上涨影响的能力仍未衰减。

2000～2010年十年间，我国全社会劳动生产率平均增速为9.34%。按照最近十年9.34%的劳动生产率平均增速计算，不考虑其他因素变动，劳动生产率的提升可以消化生产环节9.34%由投入成本上涨带来的产成品价格上涨压力。

第二，长产业链强化劳动生产率消化进口原材料成本上升能力。

劳动生产率提高消化钢铁企业原料成本上升压力。以2000～2010年炼钢企业劳动生产率年均上涨6%计算，钢铁生产成本经过劳动生产率过滤最高可以消化进口铁矿石价格35.9%的上涨幅度。

长产业链扩大生产率差距，提高原材料成本上涨吸收能力。OECD研究结果表明，长产业链中的价格的变化要滞后于成本的增加，产业链愈长，“生产率差距”愈大，从而长产业链对原材料成本上涨吸收能力更强。

钢铁产业链劳动生产率提升吸收进口铁矿石成本上涨。从以铁矿石为原料的钢铁生产企业到以钢铁为原材料的汽车制造企业，钢铁产业链得到延伸。研究数据显示，钢材成本约占汽车生产成本的15%，在经过钢铁企业劳动生产率提高消化铁矿石原料价格的上涨之后，汽车制造企业劳动生产率的提升再次对车

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用钢铁成本的上升进行消化吸收。

2004年至2009年，以汽车生产企业每人创造的千元产值衡量的劳动生产率年均增速达到10.07%。汽车制造企业劳动生产率提升幅度超过经过汽车生产企业劳动生产率提升，即便不考虑钢材成本仅占汽车成本的15%，也可以完全消化由于钢铁生产成本上涨所带来的压力。

石化产业链劳动生产率提升吸收进口原油价格上涨。从石化产业链看，2000～2010年，处于石化产业链下游的化纤、橡胶及塑料制品业平均劳动生产率增速分别达到52%、37%和17%，在较大程度上通过提高劳动生产率消化进口原油价格上涨带来的投入成本上升。

石化产业链下游劳动生产率提高幅度超过第一层过滤后的成本上涨幅度时，处于该产业链的生产行业可以完全吸收该成本上涨。

铜产业链劳动生产率吸收进口铜矿石价格上涨。从铜冶炼及铜制成品产业链角度看，全产业链劳动生产率同样在近年取得较快发展。2003年至2010年，铜冶炼业劳动生产率平均增速达到20%。铜制成品终端需求行业，以空调为例，劳动生产率平均年提高35%。劳动生产率的提升使得铜产业链可以最大限度地消化吸收由于上游进口铜矿石价格上涨带来的下游制造业成本上升。

第三，两层过滤结果：短产业链成品油及豆油价格向最终消费传导。

两层过滤后长产业链下游工业制成品可完全吸收进口原料价格上涨50%。经过两层过滤，可以发现，在其他条件不变的情况下，主要工业制成品进口原材料成本价格传导系数和产业链劳动生产率提升可以消化进口原材料价格上涨50%带来的影响。

进口原油价格上涨15%，带动CPI上涨0.07%。成品油经过第一层过滤后，作为动力燃料直接进入最终消费。按照CPI中交通通信及服务占CPI比重11.53%，CPI中交通通信及服务项下车用燃料及零配件子项占比10.81%计算，当进口原油价格上涨15%时，约带动CPI上涨0.07%；若进口原油价格上涨50%，则拉动CPI上涨0.24%。

进口大豆价格上涨15%，带动CPI上涨0.23%。对于产业链较短的农产品加工业而言，以大豆为例，进口大豆价格成本上涨易于通过豆油价格向终端消费传导，因而对CPI带来一定影响。我们以2005～2009年，油脂消费支出占城镇居民人均消费支出的平均比重为1.15%，目前豆油消费占油脂消费的比例约为40%计算，则当进口大豆成本上涨15%时，可能造成CPI上升0.23个百分点。

第三层过滤：过度竞争格局下的企业利润弹性

第一，过度竞争抑制工业品制成品企业利润空间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和大籍下载请进 http://www.7help.net

我国制造业产品价格受产能过剩和完全竞争的市场结构影响。行业竞争程度加剧导致处于下游的制造业企业难以将上游成本的上涨向最终需求传递。在买方市场条件下，由于供大于求，企业需要通过压缩利润来消化上涨的成本，其结果表现为中下游产品价格稳定，甚至可能继续走低，企业盈利减少。

第二，多层产业链形成多重利润挤压。

钢铁行业产业链多层利润挤压。国际铁矿石价格的大幅上涨，我国钢铁企业成本上涨，各大钢厂相继上调各类钢材产品价格，使下游的建筑用钢、建材、汽车、造船、机械制造等行业成本上升，由于成本传导能力差异，相关企业不同程度地出现利润下滑。

处于价格上涨源头的国外基础资源价格上涨经过国内生产、制造、销售环节的过滤，最终挤压处于下游制造业利润水平。通过各层产业链利润弹性调节，国外资源品价格的上涨并不必然导致国内输入型通胀水平的上升。

石化行业产业链多层利润挤压。在石油产业链中，化纤业、橡胶业、塑料业，均处于石化产业链下游，以基本石化产品为原料，原料成本占生产成本比重大，对原油价格变化较为敏感。塑料制品、化学纤维以及橡胶的下游产业的价格上涨幅度远远小于上游原材料价格上涨的幅度，因此这类公司的业绩受到严重的冲击，基本处于微利状态。三大石化制品子行业的毛利率水平不足15%，净利率水平不足3%。

以石化行业下游13%～15%的毛利率空间计，经过前两层过滤后，石化下游行业仍有利润空间可以被挤压。企业在生产环节可以将成本上升带来的压力通过自身利润弹性完全消化吸收。

第四层过滤：流通环节利润弹性

据联合国开发计划署的估计，我国工业品的流通费用约占产品成本的20%～40%，而发达国家这一比例为9%～10%。目前，我国企业的物流成本高达20%，其中运输费用大约只占3%，其他费用都消耗在供应链等环节上。

随着库存管理技术的改进和信息化在整体物流行业中的应用水平提升，物流成本下降将是必然趋势，流通环节利润缩减将成为原材料价格上涨对最终消费价格冲击的最后缓冲。

如果流通成本进一步下降10%，意味着企业从原料采购到产成品进入最终消费环节，仍然有10%左右的利润空间可压缩，进一步提高企业成本上升的消化吸收能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

输入原材料价格上涨对CPI影响有限

第一，一二层过滤可消化长产业链行业进口50%的原材料价格上涨。产业链越长，对上游原材料价格上涨吸收能力越强。钢铁、石化行业通过各层产业链可吸收进口原材料价格50%的上涨。从原油进口到国内成品油、从大豆进口到豆油，这些产品产业链短，直接进入最终消费，因而其价格传导容易对最终消费价格带来一定影响。但根据四层过滤模型分析，成品油及以豆油为代表的农产品原材料成本上涨15%对CPI综合拉动仅0.3%。

第二，三四层过滤取决于下游竞争状况。产能过剩程度和原材料下游产业竞争格局与宏观产业政策、国内外宏观经济环境等有紧密关系。在现有产业格局下，部分行业产能过剩状况仍需要较长时间通过产业结构的调整和升级逐步消化。另一方面，从通胀输入角度看，国内物价水平上涨是由超过供给的有效需求的异常流入或不断增加的进口成本引起的。受政策回归常态和房地产调控政策影响，国内需求过热的态势得到缓解，2010年下半年以来，GDP产出缺口已由正转负，意味着宏观经济正面临从总需求大于总供给转为供需相对平衡。国内总需求的减弱成为阻碍外部通胀向国内传导的重要条件。从国际环境看，尽管欧美经济继续复苏对石油等大宗商品价格上行形成一定支撑，但美国经济仍受高失业制约，欧元区经济受制于债务危机下的财政紧缩，石油等大宗商品在短期内仍不具有大幅上涨的条件。同时，经过自2010年10月以来的三次加息，配合准备金政策，货币政策加速回归常态。政策导向在抑制国内需求的同时，也成为抑制国际大宗商品价格快速上行的重要措施，有利于缓解进口原料价格上行对国内物价的影响和冲击。

第三，剔除其他因素影响，输入原材料价格上涨15%拉动CPI上涨0.3%。通过四层过滤模型实证检验分析，国内输入型通胀压力可能被高估。工业制成品方面，原材料成本价格传导系数和行业劳动生产率提升基本可以将上游进口原材料价格的上涨消化和吸收。工业制成品产业链中各行业利润弹性及物流行业利润弹性仍可以为上游原材料成本向终端消费提供缓冲。

第四，服务业基本不受进口原材料成本影响。在输入原材料上涨15%的情况下，对CPI只能带来0.3%的向上拉动。CPI的上涨可能由需求因素、货币因素、劳动及土地要素成本上涨因素、农产品供给周期波动因素以及预期因素带来。当前阶段，不宜过分夸大输入性原材料价格上涨对国内物价上涨的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调控通胀，管好食品价格是关键

本文最简单地阐述了中国的通胀成因以及不同因素的量化影响，并指出了正确的治理中国式通胀的方法。下一轮中国式通胀的来临也许就在一两年内，彼时本文的量化分析结果依然有效。

在当前影响通胀的诸因素中，劳动力价格上涨、输入原材料价格上涨对物价的影响被显著夸大了；而超发货币作为通胀主要驱动因素之一，其影响也在逐步减弱；短期和结构性的食品价格上涨依然是当前通胀的主因。

工资涨15%，物价会上升1.94%

实证观察表明，我国劳动力成本上升与物价上涨并不存在明显的相关性。比如，2003年至2009年我国职工工资年均增长高达14.8%，可是不同年份CPI涨跌互现，甚至在2009年东部沿海出现“用工荒”时，经济还处于通缩状态。

我们研究发现，中国劳动力成本上升在传导到最终消费品物价之前，要过“四道关”：

首先是“劳动力成本价格传导系数”的过滤。农业劳动力成本对粮食价格的传导系数为41%，对蔬菜的传导系数为40%，对肉类的传导系数为10%，对食品的综合传导系数为27%；制造业工人工资对工业品价格的传导系数不超过10%；服务业工资对服务业价格的传导系数为21%——根据CPI的构成权重计算的工资成本综合传导系数不足20%。假定中国平均工资每年上涨15%，则对物价的推动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最多为2.98%。

其次，各行业劳动生产率的提高也可以缓解一部分劳动力成本上升的压力。考虑实际劳动生产率提高之后，每年15%的工资上涨对中国物价总水平的影响降低到2%左右。

再次，对于那些过度竞争的行业、利润有弹性的企业，劳动力成本上升冲击的往往是企业利润而不是产品价格。

最后，在传输到消费环节之前，流通环节还能吸收一部分劳动力成本。目前，在我国产品的总价格中，流动环节占比远远超过国际平均水平，随着批发、零售、物流管理等水平的提高，流通环节消化劳动力成本上升压力的空间依然很大。

经过上述四层过滤之后，假定我国劳动力价格平均上升15%，其传导到CPI总水平的影响为0.89%～2.98%，影响中值只有1.94%。当前阶段，不宜过分夸大劳动力成本上升对物价的影响。

输入原材料价格上涨影响低于预期

很多人都在谈论，大宗商品原材料价格的上涨必然会传导到中国的物价总水平上。可是为什么几年前石油从十几美元上涨到140美元的时候，塑料等下游日用化工品价格没有同步上涨？在铁矿石价格上涨n倍之后，为什么汽车不但不涨价，反而价格下跌？铜价上涨n倍以后，为什么空调价格却保持稳定？

原因与劳动力成本“四层过滤模型”一样：首先是进口依存度和原材料成本占比降低了成本价格传导系数；其次是新技术的采用、资本贡献率和劳动生产率的提高进一步降低输入原材料价格上涨的影响；再次是企业的利润弹性消化掉部分成本上涨；最后是流通环节的利润弹性过滤。

与劳动力的四层过滤不同的是，输入原材料的成本压力不是在一个企业消化，而是分摊到整个产业链消化。假定某产业纵向有10个产业链，在原材料价格上涨30%的冲击下，每个产业链的企业劳动生产率提高3%，或者每个产业链上的企业利润有3%的弹性挤压空间，就可以消化掉全部的原材料成本上涨压力。

因此，同样幅度的价格上涨，输入原材料价格对物价的影响要远远小于劳动力价格的影响。我们的测算表明，输入原材料价格平均上涨15%，对中国CPI的影响只有0.3%，远远低于市场预期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超发货币究竟有多少进入实体经济

很多人把这一轮通胀的根源归因于货币超发，认为过去几年超发的货币无论如何也要作用到物价上，从而宣称中国物价上涨是很难控制的。比如，2010年有观点认为，最近几年货币累计超发48万亿。假定这个数字是正确的，那么扣除掉2010年新增的8万亿元，2009年岂不是超发了40万亿元？为什么2009年是通货紧缩呢？

显然，那些简单地把M2余额与GDP做个除法或者减法就算出来“超发货币”的学者，没有认真研究中国最近几年货币供给和需求结构的变化。

从货币供给结构来看，除了传统的央行发行基础货币、商业银行发放信贷之外，委托贷款、信托贷款、外资流入、资本市场和资产市场的膨胀都成为货币创造的新方式。就如同30多年前哈耶克曾经说过的：“如今货币创造已经不是央行的专利，它就像人类社会的语言、道德、法律一样，可以自发地出现。”因此，传统的M2余额已经不能反映货币供给的全貌，急需被“社会融资总额”或“广义货币供给余额”替代。当然，变化更大的是货币需求结构。传统的实体经济交易性需求只是货币需求的一部分，新增的资产市场、资本市场的投资性和投机性货币需求越来越多，央行、商业银行和其他金融机构沉淀的资金也越来越多。

过去十年来，中国的房地产市场、收藏品、艺术品市场吸纳的资金数保守估计为8.9万亿元；过去十年，中国股市净吸纳的资金累计高达9.6万亿元，期货市场、金融衍生品市场也需要巨大的货币来支撑其日常交易。此外，中国央行通过央票等工具累计吸收货币4万亿元；还有24万亿元的存贷差余额分别被央行和商业银行吸收。剔除掉上述资本市场、资产市场、央行和金融机构吸收之后的广义货币余额，才可能流入实体经济，并对居民消费物价产生影响。

我们的研究表明，经过四层吸收后，2010年中国实体经济的交易性货币只有34.8万亿元，单位GDP货币量虽然有明显增加，但增加幅度远远小于市场的预期。考虑到过剩货币首先要吸收过剩产能，然后才会表现为物价上涨，四层吸收后的单位GDP货币量对物价的影响要滞后两年时间。由于2009年的单位GDP货币量增速低于2008年增速，所以我国2011年来自货币因素的物价上涨压力要小于2010年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，如果出现房地产资金、股市资金向实体经济回流，或者银行的存贷差余额减少从而增加实体经济的货币流量，则货币因素带来的物价上涨压力会显著增加。所以，除了央行和商业银行要管好“笼中虎”之外，适当引导资金流向对于当前以及未来的通胀管理也十分重要。比如，如果实体经济的资金适当流向股市，就有利于阶段性化解通胀压力。

控制食品价格是关键

统计数据表明，最近一个时期通胀的主因依然是食品价格上涨。在前期CPI涨幅高点11月份，食品价格贡献了3/4的物价涨幅，而同期的“民生核心CPI”则只有1.5%左右。

与2007年的“猪肉通胀”不同，2010年四季度以来的这一轮食品通胀，主要是“蔬菜通胀”，猪肉和粮价依然相对平稳。

按照一般的生产周期和经验数据推算，“蔬菜通胀”的周期应该比“粮食通胀”周期短，更比“猪肉通胀”周期短，这就决定了本轮通胀的持续时间和上涨空间不会超过2007年、2008年那一轮通胀。对通胀比较悲观的学者往往把食品通胀的影响因素长期化、夸大化，甚至把食品价格上涨的原因与劳动力价格上涨、货币超发的因素混为一谈。

事实上，食品通胀的主要原因还是供给的周期性波动造成的。随着春天来临，我国大部分地区的蔬菜即将迎来2010年四季度涨价之后第一个供给高峰。尽管2月份物价的同比涨幅可能仍然大体与1月份持平，但3月份之后，蔬菜价格引领的CPI涨幅应该会有所回落。

所以，及时调剂、增加粮食供应，通过财政补贴等方式增加肉类供给，从而保持粮价、肉价的基本稳定变得非常重要——管理本轮通胀的关键还是管好食品价格。

总体来看，当前这轮通胀既有劳动力、土地、资源等要素价格上升的长期因素，也有季节短期因素；既有需求因素，也有供给因素；既有国内因素，也有海外输入因素；既有实体经济本身的因素，也有货币因素……虽然通胀形势比较复杂，但不能把短期因素长期化、把长期因素夸大化或把结构性问题全面化。随着春节蔬菜价格回落、货币调控效果逐步显现、房地产和汽车等支柱产业的供需变化，通胀回落态势已经显现。只要继续正确引导预期、管住货币、管好食品价格，全年把通胀率控制在4%以内的目标还是有可能实现的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国货币流向对物价和资产价格的影响及预测

传统教科书告诉人们的货币理论早已过时，货币像人类社会的语言、道德和法律一样，可以自发地出现，也可以瞬间被蒸发，而它在实体经济、房地产、股市、国内外四处流动，在流动中到处影响不同市场的价格，引导资源配置，创造、消灭财富，如何认识和理解新时期的货币流向，本文提出了新的理论框架，对实践作出预测，并被一一验证，欢迎批评并添砖加瓦。

货币从何方而来？向何方而去？我们认为，货币供给、货币需求乃至货币的概念已经伴随着经济的发展而悄然发生着深刻的变革：金融体系拓展和支付手段创新使得货币创造已远超出央行的范畴，传统的央行投放基础货币，再经货币乘数放大所衡量的货币供给已远不能精确刻画现实中货币供给的变化，正如哈耶克所说：“货币创造已经不是央行的专利，她就像人类社会的语言、道德和法律一样，可以自发地出现。”与此同时，实体经济也不再是货币需求的唯一来源，商品货币化、资产证券化也消耗了大量货币，大幅提高了货币需求。

从货币供需来看，中央银行、股票市场、房地产市场在货币流动过程中或吸收、创造，或释放、毁灭，此消彼长、循环往复。货币就像高山之流水，从山顶奔流而下，途经江河、汇聚溪流，灌溉农田，最终注入大海。各市场的创造和吸收作用影响了江水的流动，“千条水，总归东”，江水在经历了江河溪流的潮涨潮落之后，方注入实体经济的大海。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从货币流动来看，水涨船高，水落石出；货币流向的改变直接影响了价格水平的高低。就单市场来看，货币流动是价格水平变化良好的先行指标，流入则价涨，流出则价跌；跨市场来看，水往低处流，钱向高处走，市场收益补偿有如地势起伏，引力波动间，催动货币跨市场流动。观察不息之流水，其间规律昭然：单位面积水量决定涨幅：池小水多则高涨，池大水少则微涨。

从货币政策来看，总量调节有如被动的筑堤堵水，短期无益，长期有害：一方面，面对汹涌无常的江水，筑堤堵水既无法达到有效治水的目的，更有可能殃及下游良田的灌溉；另一方面，水流无限，堤高有限，不断抬高的堤坝终将加大地上悬河的风险。我们认为，应改被动的筑堤堵水为主动的疏导引水，政策调控应从总量控制逐渐转向流向调节，充分发挥股票市场、房地产市场和其他市场的蓄水池功能。对实体经济而言，引导货币合理流向各个市场，有效缓解货币过多或过少带来的通胀/通缩压力；对蓄水池而言，在扩大我国融资渠道的同时，通过证券和房地产的供给调控，可调节股票市场和房地产市场的价格水平。

从四大流向看货币供求新结构

货币天生不是金银，而是“能够被普遍接受”的一般等价物。央行发钞和商业银行新增信贷已经不是流通中货币的唯一来源。票据、债券、保险产品、信托产品、基金及其他理财产品，成为金融机构创造货币的方式；海外金融机构发放的贷款，通过FDI、QDII甚至各种非法渠道流入的外币，也构成了经济体中的货币供给；资本市场和资产市场的涨跌也是货币创造或消灭的重要方式，甚至很多商业企业所发放的购物券、购物卡、网上信用货币等也是货币供给的新方式。

在货币供给发生改变的同时，货币需求结构也在发生深刻的变化。除了传统的实体经济交易需求之外，资本市场、资产市场的货币吸纳量大幅增加。总体来看新增货币流向分为四类。流向央行和商业银行体系，主要指发行央票净吸收货币、存款准备金冻结大量货币以及金融债、闲置资金等形式沉淀的大量货币。流向资本市场：指流向股市、期货市场和金融衍生市场等资本市场的货币。流向资产市场：指流向房地产市场、艺术品市场、收藏品市场等资产市场的货币。流向实体经济：指流向实体经济，支持实体经济运行的货币。保守估计，过去10年来仅股市净吸纳的货币就达9.6万亿以上，房地产市场净吸纳货币量高达8.9万亿以上，期货市场、衍生品市场、艺术品市场等也吸纳了大量的货币。正因为货币流向的新变化，人们才把眼光从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

传统的M1、M2，更多地关注“社会融资总额”；正因为货币流向的变化，人们才能够理解中国多年来为什么能够吸纳这么多的货币。把握货币创造的新规律，理解货币流向的新结构，以及货币创造、流动过程中的影响成为摆在我们面前的新课题。



图1 单个市场的分析框架

影响货币跨市场流动的是各个市场对货币的引力，取决于市场预期收益和风险补偿的配比关系，单个市场的货币净流动决定价格水平。就单市场来看，风险/收益匹配关系决定风险补偿价格，风险补偿价格决定单个市场的货币供给与需求，货币供需对比决定单个市场的净流入/净流出，单个市场货币净流入/净流出影响市场价格水平，跨市场来看，风险补偿的差异导致各市场对货币的引力不同，高引力市场表现为货币净流出/净需求，低引力市场表现为货币净流出/净供给，从总体来看各市场货币流量此消彼长，各市场价格水平此起彼伏。

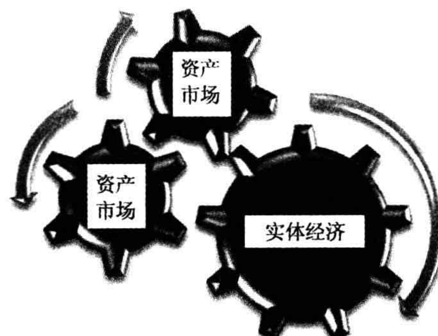


图2 三市场货币供需关系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本市场与资产市场的货币创造功能

江水在流动过程中会受到地势的突然变化而使水深产生剧烈波动，这种波动通常比上游水量的变动影响更大。同理，广义货币供给的增加是货币的第一层源泉，有如上游水量，资产市场和资本市场对货币的创造构成货币的第二层源泉，有如地势突变。这两个市场对货币的释放和吸收作用规模在万亿级别，与广义货币供给相当，甚至会高于新增信贷增长和热钱增长规模，对商品市场的资金流动和价格水平产生巨大影响。

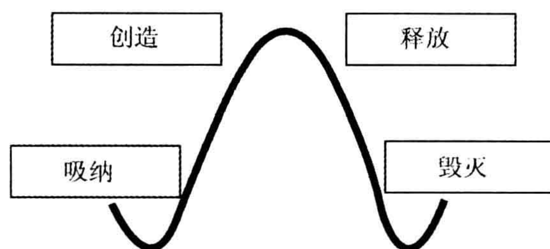


图3 股市涨跌循环中，吸纳—创造—释放—毁灭货币的过程

从资本市场对货币的创造过程来看，共包括四个阶段，其核心在于创造货币和毁灭货币阶段。吸纳货币阶段：指股市从谷底慢慢回升至估值中枢的阶段。在这一阶段，股票市场开始扭转下跌状态，上升趋势逐步确立；股票市场收益预期不断抬高，市场引力加大，资金被股票市场吸收。创造货币阶段：指股市延续吸纳货币阶段，预期收益快速上升，股市从估值中枢继续上行的阶段。在这一阶段，股票市场上升趋势得到确认；股票市场收益快速上升，市场引力加大的同时，股票市场惯性上涨，股票市场由资金净流入引发的上涨与股票惯性叠加，股票市值上升大于资金净流入，货币被创造。释放货币阶段：指股市从谷峰慢慢回落至估值中枢的阶段。在这一阶段，股票市场开始扭转上涨状态，下跌趋势逐步体现；股票市场收益预期不断下降，市场引力降低，资金被股票市场释放，流向其他领域。毁灭货币阶段：指股市延续释放货币阶段，预期收益快速下降，股市从估值中枢继续下行的阶段。在这一阶段，股票市场下跌趋势得到确认；股票市场收益快速下降，市场引力减小的同时，股票市场惯性下跌，股票市场由资金净流出引发的下跌与股票惯性叠加，股票市值减少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大于资金净流出，货币被毁灭。

低潮期预期收益出现底部拐点，资本市场吸纳货币。资金的流动逻辑为：预期上涨——资金流入资本市场——准货币在资产市场膨化确认上涨预期——增加的货币追逐供给相对稳定的资产——资产价格走高——资产通过银行杠杆创造货币供应量——资金大量快速流入资产市场。资金向股票市场的净流入瓦解商品市场价格上行动力：准货币逐渐流入资产市场导致增加的货币供应并没有流入产品市场，流入产品市场的资金并不随货币供应量的增加而增加；资金净流入股市的结果：资产价格向上，物价向下，也就是常见的资产膨胀与通货紧缩并存悖论。

2004年到2006年是资产膨胀与CPI下降的典型周期，在这一周期中股票市场收益出现底部拐点，进入上升周期，市场收益由2004年的-15%逐渐上升，2005年收益上升为-8%，2006年进一步上升到130%，而同期CPI增速则进入下降周期，2004年CPI为3.9%，2005年下降为1.8%，2006年进一步下降到1.5%。2008～2009年是该类周期的第二个例子，此处不再赘述。

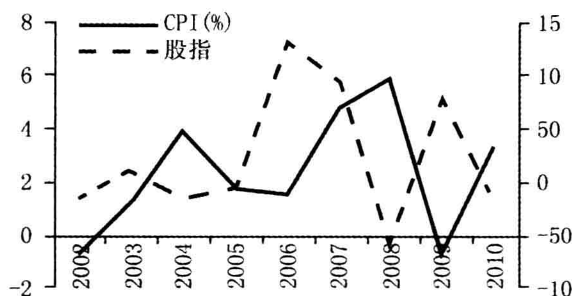


图4 资产收益与CPI反向变动

高潮期预期收益出现顶部拐点，资本市场释放货币。资金流动的逻辑为：预期下跌——资金流出资本市场——准货币在资产市场蒸发确认下跌预期——减少的货币追逐供给相对固定的资产——资产价格走低——货币在资本市场内被毁灭——资金大量快速流出资本市场。资金净流出股市增加产品市场价格上行动力：准货币逐渐流出资本市场导致虽然货币供应没有增加，但股市流出资金流入产品市场，产品市场货币被创造出来，增加的货币追逐供给相对固定的产品，产品价格走高；资金净流出股市的结果为：资产价格向下，物价向上，也就是前述的通货膨胀与货币供应之间的反向关系悖论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2006年到2008年是资产收益下降与CPI上升的典型周期，在这一周期中股票市场收益出现顶部拐点，进入下降周期，市场收益由2006年的130%逐渐下降，2007年收益下降为97%，2008年进一步下降到-65%，而同期CPI增速则进入上升周期，2006年CPI为1.5%，2007年上升为4.8%，2009年进一步上升到5.9%。2009～2010年是该类周期的第二个例子，此处不再赘述。

引导资金净流动的是市场的引力，市场的引力表现为预期收益和风险的补偿关系，市场引力的大小决定资金流向。各市场风险和收益的内在决定因素包括资金需求的刚性、资金的可获得性和资金需求的弹性。可获得性指资金需求被满足的程度和速度，影响资金需求可获得性的因素包括：获取资金的来源、获取资金的容易程度。刚性指资金需求的不可替代性和紧缩带来的影响，影响资金需求刚性的因素包括资金需求无法满足所带来的损失、损失的可弥补性、弥补的速度等因素。以“打分卡”方式进行排序，从资金需求的可获得性来看，股市、房地产市场、大型企业、中小企业的获得能力逐渐减弱；从资金需求的刚性来看，中小企业、大型企业、房地产市场、股市的资金需求刚性逐渐减弱。

货币流动领先于价格变动

货币流动领先于价格变动，具体来说主要通过三个过程实现，其一，货币供给总量增加会增加各市场货币净流入的增加，但各市场引力的差异导致货币的净流动在各个市场的分布是非均衡的；其二，股票市场在涨跌的过程中吸纳、创造、释放和毁灭了大量货币，因此股市的涨跌对未来的房地产市场、实体经济价格变动具有领先意义；其三，单个市场货币净流入/流出影响该市场价格产生变动，并且领先于价格变动。

从货币供给在各市场分布的分均衡性来看，广义货币供给增加时，资本市场和资产市场的货币净流入也同时增加，就像“大河有水小河满”。广义货币供给减少时，资本市场和资产市场的货币净流入也同时减少，就像“大河无水小河干”。以股票市场为例，2002年到2007年间，广义货币供给共增加27.3万亿，同期流入股市资金增加6.7万亿；2008年，广义货币供给较2007年下降0.7万亿，股市净流入资金较上年下降2.49万亿，2009年，广义货币供给增加13.3万亿，股市净流入3.18万亿，2010年，广义货币供给增加12.2万亿，较上年减少1.1万亿，流入股市资金减少1.33万亿。与资本市场一致，房地产市场的资本品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性质使得广义货币供给对房地产市场资金流动的影响作用与股市相似。从数据来看，2002年到2007年间，广义货币供给共增加27.3万亿，同期流入房地产市场资金增加3.37万亿，2008年广义货币供给较2007年少增加0.6万亿，房地产市场流入资金较上年少增加0.59万亿。

从货币供给增速对价格变动的影响来看，M1增速变动是物价、股价和房地产销售价格变动的领先指标。但各市场货币流动到价格变动的传导机制不同，领先的时间呈现出差异性。

M1领先CPI增速6到14个月。分阶段来看，2003年6月M1增速高点20.24%，11个月后，2004年5月CPI增速到达高点4.4%；2005年3月M1增速低点9.9%，12个月后CPI增速到达低点0.9%；2007年10月M1增速高点22.21%，10个月后2008年5月，CPI增速到达高点7.7%；2009年1月M1增速低点6.68%，6个月后2009年7月，CPI到达低点-1.8%；2010年1月M1增速高点38.96%，10个月后2010年11月CPI到达高点5.1%。

M1增速与股市收益同步。分阶段来看，2003年6月M1增速高点20.24%，2003年5月股市收益达到高点4%；2005年3月M1增速低点9.9%，2005年2月股市收益到达低点-32%；2007年10月M1增速高点22.21%，同月股市收益到达高点224%；2010年1月M1增速高点38.96%，2009年12月股市到达高点80%。

M1增速领先房地产价格增速2～18个月。分阶段来看：2003年6月M1增速高点20.24%，12个月后，2004年6月房地产价格增速达到高点9.7%；2005年3月M1增速低点9.9%，18个月后2005年9月房地产价格增速到达低点5.5%；2007年10月M1增速高点22.21%，4个月后2008年2月，房地产价格增速到达高点11.2%；2009年1月M1增速低点6.68%，2个月后2009年3月，房地产价格到达低点-1.7%；2010年1月M1增速高点38.96%，4个月后2010年5月CPI到达高点13.5%。

股市的涨跌过程中吸纳、创造、释放和毁灭了大量货币，因此股市的涨跌对未来实体经济和房地产市场的价格变动也具有领先的意义。

实证表明，股市资金流动领先实体经济价格变动一年。我们将领先一年的股指收益和CPI增长进行比较，2000年以来所有的年份两个指标均体现出高度的一致性，分阶段来看：2001年，股票指数下跌20.6%，次年，CPI下降1.49%；2002年至2003年，股票市场跌幅逐渐收窄，并由跌转涨，收益分别为-17.5%和10.3%，次年CPI也呈现出跌幅收窄，由跌转涨，涨幅分别为2.02%和2.67%；2004年，股市下跌15.4%，次年，CPI为-2.02%；2005年至2006年，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
其他地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市由跌转涨，收益分别为-8.3%和130.4%，次年，CPI呈现出同样走势，分别为-0.29%和3.25%；2007年至2008年，股市涨幅收窄，并由涨转跌，收益分别为96.7%和-65.4%，次年，CPI涨幅收窄，并由正转负，分别为1.05%和-6.23%；2009年，股市由跌转涨，上涨80.0%，次年，CPI由负转正，为4.03%。其内在逻辑是，股市上涨在T年从商品市场吸纳了大量资金，T+1年股市收益兑现，资金流出股市并部分流入商品市场，引起T+1年商品市场价格指数（CPI）的上涨；反之亦然。由于资本市场和资产市场良好的流动性、资产价值的强周期性和低门槛，这两个市场成为货币需求的首选场所。货币在资产和资本市场被吸收、创造，并在市场价格到达顶峰，预期收益率出现拐点时释放并毁灭货币。

实证表明，股市资金流动领先房地产市场价格变动一年。股市价格上涨时，吸纳社会资金流入股票市场，实体经济和房地产市场中货币增量减少，无法有效推动其价格上涨；当资金流出股市进入实体经济和房地产市场时，房价和物价指数相应提高。资金在不同市场间流动的时间差，形成了股市价格领先实体经济和房地产价格一年开始上涨的局面。

我们将领先一年的股市收益和房地产价格涨幅进行比较，2000年以来大多数年份两个指标均体现出高度的一致性，分阶段来看：2001年至2003年，股市震荡上涨，收益由-20.6%上涨至10.3%，2002年至2004年，房地产价格指数则由1.6%上涨至3.9%；2003年至2005年，股票市场涨幅逐渐收窄，收益由10.3%下跌至-8.3%，2004年至2006年，房地产价格指数涨幅由3.9%下跌至-1.2%；2006年，股市上涨130.4%，2007年，房地产市场上涨1.8%；2006年～2008年，股市由涨转跌，收益由130.4%下跌至-65.4%，2007年至2009年，房地产价格指数涨幅由1.8%下跌至-5.0%；2009年，股市上涨80.0%，2010年，房地产市场上涨9.5%。

单个市场货币净流入/流出领先于该市场价格的变动。作为价格变动的领先指标，货币流动对价格的传导机制因市场而异，例如实体经济中货币净流入增加首先被产能的扩张对冲，之后才能体现在价格的变动上；房地产市场资金净流动受到供给、需求和库存等多因素影响；而股票市场资金的净流入对价格的影响则是迅速完成的。

实证研究表明，实体经济资金流入领先CPI两年。2000～2002年，流入实体经济的资金逐年加速，分别较上年增加0.7万亿、2.3万亿和4.1万亿，带动了CPI的上涨，从-0.8%提高到3.9%；2002～2004年，流入实体经济的资金增速减

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

缓，2002年4.1万亿，2003年3万亿，2004年1.1万亿，CPI相应走低，从3.9%下降到1.5%；2005年至2007年实体经济资金流入增量回落，从2005年的2.6万亿下降至2007年的0万亿，CPI相应由5.9%回落至-0.7%，2008年，实体经济资金净流入较上年增加6.3万亿，CPI从-0.7%提高到3.3%。

正如弗里德曼所说"通胀永远都是个货币问题"。在实体经济层面，CPI指数与流入该市场的货币量存在着显著的相关关系。如果流入实体经济的货币量超过了GDP的增速，将产生推动价格上涨的压力。据此逻辑，我们计算了单位GDP的货币量，用定基GDP调整实体经济货币量，得到单位GDP货币量。据我们的研究框架，单位GDP货币量的变动应与CPI的走势趋同。

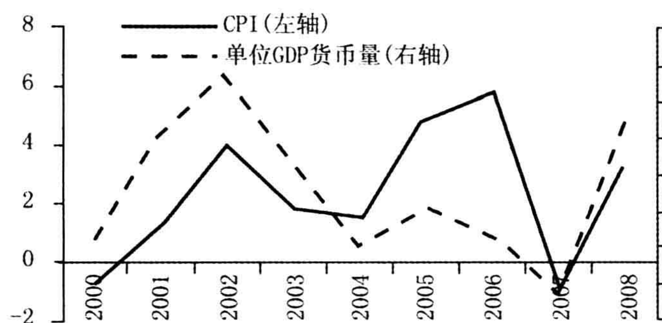


图5 领先两期的单位GDP货币量与物价走势（%）

通过比较，我们发现领先两期的单位GDP货币量与物价走势高度趋同。如2000年到2002年，单位GDP货币量增速逐年提高，分别为-3.9%、10.2%和18.6%，反映在两年后的CPI上，2002年至2004年的CPI指数逐渐走高，分别为-0.8%、1.2%和3.9%；2003年和2004年单位GDP货币量增速逐年回落，分别为6.1%和-4.6%，反映在两年后的CPI上，2005年至2006年的CPI逐年回落，分别为1.8%和1.5%；2005年至2008年，单位GDP货币量增速先涨后跌，两年后的CPI走势相同；2008年，单位GDP货币量增速快速上扬至12.6%，2010年CPI也由-0.7%上升至3.3%。

实证研究表明，房地产市场资金流入受建设周期影响领先房价一年。2002～2007年，流入房地产市场的资金缓步增加，价格也基本保持平稳，上涨3.9%；2008年，资金流入量减少36.8%，价格指数随之下跌了5%；2009年，随着流入房地产市场资金大幅增加了176%，房地产价格也快速上涨，涨幅达9.5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更有效的货币政策：从总量控制到流向疏导

对于中国的货币总量调控政策而言，因为没有考虑到不同市场的资金吸引力、资金可得性、资金流出刚性的现实状况，因此无论是“扩张”还是“紧缩”都经常“打脱靶”甚至造成“误伤”。比如，在股市吸引力比较差、房地产资金流出刚性较强的背景下，出台总量货币紧缩措施，一般不会对房价产生影响，反而常常是股市的一泻千里；再比如，在国有大中型企业和民营中小型企业的资金可得性显著不同的背景下，出台总量货币紧缩措施，一般就会造成中小企业资金极度紧张、资金链断裂，甚至大批倒闭。

我们认为在新的货币供给和需求框架下，流动性管理有如大禹治水，宜疏不宜堵，应改总量控制为流量调节。加息和提高存款准备金有如筑堤建坝，短期内可以防止过高的水位殃及良田，但不应忽视的是筑堤建坝终有上限，且一味重堵轻疏长期看加大了地上悬河淹没良田的风险，流动性疏导终归要以疏为本。原因在于，无论是热钱的跨境流动，还是人民币境内资金在不同市场间的流动，一旦形成趋势就是上万亿级别的流动。相对于提高存款准备金回收千亿级别的资金而言，资金在不同市场之间的流动对物价和资产价格的影响远远大于货币总量的调控。

因此，在当前股市低迷、中小企业资金紧张、民间利率急剧上升的背景下，中国的货币政策应从总量控制逐渐转向流向调节。比如，适当引导资金进入股市和中小企业，不仅有利于房价和物价调控目标的实现，也有利于刺激消费、扩大内需。

从具体政策措施来看，引导资金跨市场流动，关键在于通过管理风险和收益预期改变市场引力。由风险/收益及风险补偿决定的市场吸引力是资金跨市场流动的决定性因素。此外，股市、房地产市场、中小企业和大型国企等市场能否吸引资金净流入，还受到本身资金可获得性以及其他市场资金刚性的影响。

2011年下半年各市场价格变动预测

如前所述，实体经济资金净流入会引起物价指数的上涨。然而在有过剩产能的经济体中，产量的调整会平抑价格的调整，所以实体经济资金净流入首先提高产能利用率，然后才能影响物价——实证研究表明，这个传导过程大致需

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要两年时间。因此实体经济的资金净流入指标——单位GDP货币供应量领先物价两年。例如2007年这一指标较上年下降，相应2009年CPI为-0.7%；而随着2008年、2009年单位GDP货币供应量增速都高达12%，由此推动2010年、2011年的通胀水平则迅速提高3.3%和4%左右；而2010年单位GDP货币量增速回落到2%，2011年增速趋近于零，预示着中国的物价指数将于2011年下半年高位回落，2012年将成功实现软着陆。

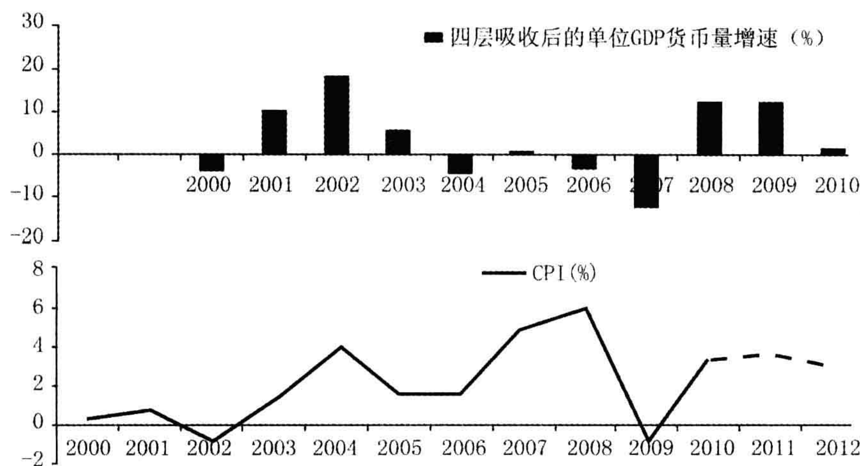


图6 领先两期的单位GDP货币量与物价走势

根据我们的测算，2010年房地产市场资金净流入2.42万亿，较上年增长15.8%。预计2011年房地产市场资金净流入为2.55万亿，增速为2.9%，由此计算，单纯货币因素推动2011年房价平均增幅为2.04%，2012年为0.37%。房地产市场资金流入放缓的原因在于受房地产调控政策影响，房地产市场预期收益下降，风险上升，单位风险的收益补偿下降，从而市场引力下降：一方面，限购政策的出台，以及限购政策推广预期限制增量需求释放，房产税的出台和推广预期降低了存量需求，信贷政策紧缩从资金价格和资金规模两方面直接限制了开发贷和按揭贷对房地产市场的资金供给；另一方面，各地出台房价增速军令状严格限制了房地产价格上涨空间，且相关政策加大了房地产投资的风险。

分析资金流动对股票市场的价格影响，股市资金流动与股价具有同步性。2007年和2009年股票市场资金分别净流入5.15万亿和3.18万亿，股市分别上涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

97%和80%，2008年净流出2.49万亿，股市下跌65%。与单位GDP货币量相似，决定股市涨幅的指标为单位自由流通市值货币量。然而由于资金净流入与股价上涨具有同步性，股市资金净流入与单位自由流通市值货币量并不具有领先作用。对股市涨跌的判断需结合货币供应量、房地产市场资金净流入量和实体经济资金净流入量综合分析。未来两年货币供应量将总体保持稳定增长，房地产资金净流的资金吸纳能力将逐步减弱，实体经济净流入量增速稳中趋缓，预计股市资金净流入量将逐渐增加。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国要克服对通胀的恐惧

这篇文章写在2011年年中，虽然预言当年中国经济可能实现真正意义上的“软着陆”，同时也指出继续陷于非理性通胀恐惧、继续超调的危害，并建议停止内部紧缩，用升值或引导资金进入股市的办法来替代加息或加存款准备金率，2011年年底，中央提出“预微调”。

历史记忆加剧群体性通胀恐惧

《投资者报》：滕总您好，在如何看待通胀的问题上，您一直认为通胀不可怕。最近干旱又加剧了投资者对通胀的担忧。为什么会对通胀出现这种集体性的恐惧症？

滕泰：中国人对于通胀的恐惧有着深远的历史。中国现代经济发展的历史也就100年不到，有纸币的历史也就不到百年，一有纸币中国就开始有通胀。就像小学教科书里说的，在新中国成立前通胀最严重的阶段，本来买一头牛的钱，过几天就只能买一盒火柴了，这种恶性通胀甚至成为国民党政权倒台的最主要的原因之一。几乎每个中国人从小都受到这种教育，所以中国人天然对通胀就有一种恐惧。

20世纪80年代改革开放以来，特别是价格改革以后，从管制到放开，从单轨制到双轨制，始终伴随着通胀恐惧。1984年通胀，以及随后的1987、1988年通胀都给中国人留下了深刻的记忆。

90年代以后，中国进入产品过剩时代。按理说，进入产品过剩时代政府不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应该那么惧怕通胀了，以前是东西少，价格一涨的话老百姓争着抢油盐酱醋，囤积大米粮食，企业囤积钢材、水泥，那时候对通胀恐惧是可以理解的。但是1996年以后，除了食品有时候会季节性地少一点之外，大部分制造业的东西都是过剩的，不应该那么惧怕通胀了，但是我们还是特别怕通胀，其实就是因为在中国的现代经济史上，在有信用货币的历史上，每一次通胀都带来了严重的后果。

物价上涨，在老百姓眼里也是一样，对通胀充满了莫名的恐惧，就像前段时间日本地震，大家都去抢盐。资本市场更不用说了，一渲染通胀就暴跌。

《投资者报》：在如何看待食品通胀问题上，虽然不宜太过渲染其危害，但也不是小事，毕竟“民以食为天”嘛。

滕泰：当前的通胀，四分之三都是食品造成的，而食品波动从来都是一个短周期波动，不应把短期的因素长期化。当然食品很重要，但是食品通胀和全面通胀不是一个概念。蔬菜的周期短，但短也有三四个月的周期，尤其是冬天，蔬菜供给一时半会上不来，投机资金就可以炒作了，涨价。这东西和制造业是不一样的，比如手表，如果涨价了，从一百涨到两百，那所有的厂商晚上都不睡觉了，用不了两天，供给扩大一倍，价格很快就会回到一百块去。但是蔬菜不能一夜之间就长大，植物生长是有规律的。

粮食、猪肉也是一样，没到季节，没到那个时间就出不来。制造业是用物理化学的规律去加工资源类产品，人类认识到这个规律是可以加速生产的，而农业是利用动植物的繁殖规律进行生产，你可以影响它，但是不能无限加速它。这就是农产品价格为什么总是周期性涨跌的原因，当上一期的价格涨了，农民下一期就增加种植，供给多了结果就是下一期价格暴跌，然后种植又少了，供给少了，价格又上来了，所以总是周期性大幅波动——这是规律，如果不明白这个规律，就无法理解中国的通胀。

2011年可能实现真正意义上的“软着陆”

《投资者报》：在这种集体性恐惧中，很多投资者之所以担忧通胀，不是因为怀疑政府控制不住通胀，而是怀疑政府在控制住通胀的同时会把经济也给搞坏，也就是大家都很害怕的“硬着陆”问题。

滕泰：从历史上来看，大部分调控通胀基本上都是这个结果——“硬着陆”。1996年那次治理通胀，上海出现很多烂尾楼。紧接着又赶上东南亚金融危

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机，好长时间缓不过劲来。2008年，6月份还在紧缩，结果赶上全球金融危机，2009年又搞成通货紧缩。

为什么每次都这样呢？因为中国的通胀大部分都不是全面通胀，大部分工业制造品因为过剩没有涨价，服务业也没有涨很多，主要是食品涨价（而食品在中国CPI比重中占有压倒性优势，高达33%左右）。食品通胀怎么弄呢，它有自己的上涨规律，要么平抑供给，要么改变动植物的生长规律，如果不行那么就忍着，忍一段时间它自然就下来了。但我们总是习惯用治理全面通胀的方法去控制“食品通胀”，结果总是“超调”，总是“硬着陆”。

2011年只要政策不“超调”，只要大家克服对通胀的恐惧，我们认为将会实现一次真正意义上的“软着陆”。首先，从目前来看，这次紧缩政策不像前几次那样迅猛，至少到目前为止还没有“超调”，目前一年期存款利率已经加到3.25%，考虑到负利率问题，哪怕是加到3.5%也问题不大，但超过3.5%就有问题了。

总量调控容易“打脱靶”甚至“误伤”股市和中小企业。

《投资者报》：关于政策是否“超调”的话题，最近市场讨论得比较激烈。前两天我们有位同事去参加一个由发改委官员主讲的内部会议，这位官员和您的观点有些不一样，他承认货币政策是偏紧了一点，财政政策事实上也是紧的，可能他是站在发改委的立场说的，您能不能再具体谈谈这个问题？

滕泰：这里面不是一个简单的“超调”问题，还有总量和结构问题。本轮通胀实际上有货币上的原因，也有成本推动的原因，但主要还是粮食通胀的原因。只用总量政策货币紧缩，对小猪长得快有用吗？能缩短粮食供给时间吗？如果货币政策对这些东西都没用的话就有可能下错药。食品通胀的方法只能从农业的方面去解决。针对局部的通胀如果用总量的方式去解决，有可能误伤其他经济领域。

当前，总量的调控方式没有考虑到不同部门不同行业之间的资金获取能力。水往低处流，资金往风险小收益高的地方流。风险收益的对比就是资金的引力，有的地方资金引力大，有的地方引力小。资金一扩张并不是所有的部门钱都多了，而是资金引力大的部门多了。资金一收缩，不是所有部门钱都少了，国有企业、政府部门的钱都没少，可能资金吸引力小的地方钱少了，比如说股市，风险收益没有逆转，一下子把股市的钱抽紧了。更重要的是资金可得性。国有企业得到资金的能力就非常强，中小企业就差，一下子

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收紧，国有大中型企业还好，中小企业就遭殃了，没钱了。还有资金刚性也必须关注。比如房地产领域的资金是有刚性的，想从房地产市场中挤出钱来那是不容易的。

如果不考虑这几方面的因素，只是单纯收缩货币，就可能打脱靶，甚至伤及无辜——本来想把房价或物价搞下来，结果房价没下来，把股市给打伤了，把中小企业也搞没钱了。所以说要提高政策的针对性，要慎用总量政策而多用结构性政策，同时要引导资金的流动方向。

《投资者报》：您的意思是加息对通胀也不起作用吗？

滕泰：在加息问题上，我们国家受到西方教科书的影响很深，盲目学习了一些东西。你看，教科书不是写了嘛，一加息，贷款就少了，投资就少了；存款就增加了，消费就少了，通胀也就下来了。但是实际情况是，中国2011年前4个月平均固定资产投资增速并没下来反而上去了，存款不但没增加反而在减少，所以说加息能抑制投资、抑制消费在中国只是个传说，因为我们的老百姓、企业对利息的敏感程度和欧美是不一样的。

加息虽然在中国不能抑制投资和消费，却能够吸引“热钱”深入，2011年前5个月中，境外热钱加速深入中国，反而推高了通胀。此外，加息还能够增加企业财务成本，加了四次息之后，中国企业财务总成本增加4000亿元，相当于油价上涨了20%的成本影响。

《投资者报》：既然加息等总量政策对通胀没有办法，那如何解决中国的通胀问题呢？

滕泰：一个是把资金尽量往股市引，房价物价就能下来了；另外一个就是人民币升值，用升值来替代加息，用外部的手段来替代内部的手段。

对于第一个问题，如何把资金往股市引呢？最重要的还是要对资本市场更加呵护，不要把股市当成一个提款机，不要只看到它的融资功能，要看到它的投资功能，要关心投资者的投资回报。

对于人民币升值的问题，现在我们是对外经济失衡，我们却用内部手段折腾自己。中国的通胀问题、资产泡沫问题根源在哪？在于人民币汇率不均衡，从而导致持续的外汇流入，不断地提准加息，这是不对的，明明是外部失衡的问题，为什么要内部来承担呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户秒书籍下载请进

目前处通胀末期，应尽快下调存款准备金

本文在2011年年底正确地预测了2012年的物价走势以及下调存款准备金的政策。

CPI将逐月下降

《财商》：你觉得通胀一般在什么水平算是适度的通胀？

滕泰：这需要从每个国家的实际情况出发，没有一个硬性的标准。一般来说，发达国家CPI在1%～3%算是温和通胀；发展中国家稍微高一点，因为其经济增长比较快，居民收入增长也快，相对应的货币发行也比较多，而且在经济转型中原材料、工资等成本也都上升得比较快，所以一般3%～6%都算温和通胀。

就中国而言，3%～6%也算是良性通胀。通胀当中部分因素是会扰乱经济的，但也是没法避免的。比如居民收入提高，这一定会让通胀上升，但这是好的通胀，还有环保成本、地租成本等；还有一些无所谓好坏的，比如资金成本提高，这些成本推动的通胀短期不可能改变。我们算下来，如果工资每年上涨15%的话，对CPI的影响就是2%。加上其他原材料上涨等，总的成本因素推动的通胀不低于3%。如果单成本推动的通胀就达到3%，而在某个阶段，CPI低于3%了，那实际上就说明需求不足，所以不是好事。

过去10年中国一直处于2%左右的低通胀，这其实是特殊时期，是一个国家经济发展在工业化阶段，由于生产效率大幅提高，巨大的产能过剩压低了物价，但这不可能是一个长远的情况。每个国家都曾经有过这样的阶段，英国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何能够费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

17、18世纪纺织工业代替人工，一定造成纺织品价格的降低，那个时期物价是在下跌的，因为生产效率大幅提高了。所以过去10年中国物价超低但经济增长又不错，就是因为工业化崛起的时候，劳动生产率提高，压低了物价。但不能因此认为3%以下是正常的，实际上3%～6%才是正常的。

《财商》：今年国内通胀一直比较高，你觉得主要是什么原因造成的？

滕泰：主要是食品通胀，占这一轮通胀上涨的70%。食品不论是蔬菜、猪肉还是粮食，共性特点就是需求是刚性的，需求不会因为价格上涨而减少，也不会因为价格下跌而暴增。而供给在一个阶段内弹性非常小，但在下一个阶段内弹性就很大，这是农产品生产特点决定的。工业品用物理、化学等人为方法制造生产，但农产品是利用动物、植物繁殖生长规律来生产，所以工业品可以加速或放慢生产过程，但农产品不可能。

农产品在需求旺盛的时候，供给并不能非常迅速地增加，而一些商家可能还会囤积，这样很小的供给缺口就会造成很大的价格上涨。这一轮猪肉价格从2010年的15块涨到30多块，翻了一倍，这种状况持续到6月份，农民看到养猪利润增加，那么也开始扩大养殖，这样到2012年又会开始一轮供给高峰。

《财商》：现在市场普遍认为通胀已经从高位回落，你怎么看？

滕泰：我也认同这个观点。通胀从8月份的6.5%开始回落，估计11月、12月CPI都会低于5%。2012年CPI会逐月下降，到2012年6月CPI会单月破3%，2012年9月破2%。

《财商》：怎么判断通胀初期和末期？通胀初期和末期的投资策略有什么不同？

滕泰：通胀初期持有资产，末期持有股票。通胀初期和末期很好判断，从2010年10月份CPI起来，之后连续几个月上升，这是非常明显的一个新的通胀周期，到了现在6.5%见顶，拐点已经出现，政策也开始“预微调”，这就是明显的末期。

《财商》：那目前阶段你对A股怎么看呢？

滕泰：看好，现在是一个底部区域。从估值来说，A股13、14倍的市盈率已经是历史底部。从政策来说，已经开始悄悄转变，虽然没有大张旗鼓地开始转向，但如果到了大张旗鼓转向的阶段，A股行情可能已经处于“半山腰”。所以从未雨绸缪的角度来说，现在就应该看好A股了。

可能需要担忧的就是资金面还没有彻底放松，政策信号虽然已经很明显，但资金面还没有全面改善。如果11、12月份新增信贷增加的话，那情况可能就会更好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

下调存准率是早晚的事

《财商》：通胀回落之后，你觉得接下来货币政策可能会有怎样的松动？

滕泰：其实现在政策已经开始“预微调”了。主要表现在央行公开市场投放货币，短期回购利率下行；后面11月、12月的新增信贷有可能会超出前几个月的平均水平，针对中小企业融资支持措施开始结构性调整。年底之前可能就是预微调和结构性的刺激，到12月中央经济工作会议之后可能会有一些转向性的变化，但经过前期的“预微调”之后，这个政策变化也就不会显得那么突然。

《财商》：下调存款准备金率你觉得可能是在什么时候？

滕泰：下调存款准备金率是早晚的事，可能是在经济工作会议之后。不过下调准备金率有两个前提，物价下行和人民币升值加速，目前物价下行已经可以预计，但人民币升值还需要观察。其实外汇储备每增加500亿美元，央行就要增加投放3000亿以上的人民币来购汇。每上调存款准备金率0.5个百分点，央行可回收基础货币3000亿元左右，上调存款准备金率其实是为了对冲。所以未来如果人民币升值不到位，热钱持续流入的话，央行还是需要对冲。

《财商》：那会不会降息？

滕泰：应该不会降息。利率能够调节物价背后的逻辑是消费者对利率敏感、投资者对利率敏感，所以在美国只要一加息，消费就会降低，但中国不是这样，中国加息不能抑制投资和消费的需求。在中国，加息对调节物价并没有太大作用，但可以补偿老百姓存款负利率，所以反过来降息也没有太大作用，现在总体还是“负利率”。所以说现有的利率水平会维持一段时间，但不排除会推动利率市场化。

《财商》：你怎么看人民币升值的问题呢？

滕泰：我个人认为人民币是应该升值的，而且人民币升值有利于中国经济。其实目前我们整个对外开放政策都应该调整，我们的对外战略都是20世纪90年代初制定的，鼓励出口、吸引外资和汇率稳定，这三大战略毫无疑问是正确的。

但从2005年以后这个状况可能就变了。以前出口的发展可以吸纳很多就业，但现在已经出现“民工荒”了，工厂招不到人，那还要不要鼓励出口？以前是外汇短缺，中国是资本稀缺国家，鼓励出口对吸引外资是有利的。但现在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国的外汇储备已经很多了，还要不要吸引外资鼓励出口呢？以前是汇率稳定，这和吸引外资鼓励出口都是配套的，但现在稳定汇率，央行结售汇的压力很大，买了外汇之后发人民币，要么资产泡沫，要么物价上涨。如果不希望出现资产泡沫和物价上涨的话，就需要把外汇占款收回，只能上调存款准备金率，这其实很麻烦。

而且上调存款准备金率只是一种表面的对冲，总量上没变化，但结构上是有变化的。央行结汇的是外资外贸企业，它们把美元换成人民币；但央行回收市场人民币的时候，并不是针对外资外贸企业，而是按比例收，收的是内资内贸企业的。所以现在外资外贸企业人民币很多，但内资内贸企业非常缺钱。所以中国从战略上应该进行一个大的调整，从鼓励出口到适当鼓励进口，出口补贴应该取消，追求国际收支平衡而不是贸易顺差。人民币汇率稳定要变成更有弹性的人民币汇率政策。吸引外资应该重质量，而不是速度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

large business cycle

第四章

新时代需要新对外开放观

20年前制定的以“鼓励出口、稳定汇率、吸引外资”为主的对外开放政策，曾经极大地带动了中国经济的发展。而如今，时过境迁：持续顺差正引发越来越严重的对华贸易保护主义，且巨额外汇储备只有贬值一条路；僵化的人民币汇率单边稳步价值成为全球最安全的热线套利场所；盲目追求吸引外资数量造成环境破坏土地、税收资源流失……

新的时代背景下，我国对外开放政策应该有怎样的转变呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元汇率反转进入升值周期

2008年8月，正是美国次贷危机持续恶化的时候，正当大部分人认为美元将继续下跌的时候，笔者提出美元汇率反转这一观点。事实证明，当时美元指数在70形成底部的判断是正确的，本文中所应用的汇率分析框架至今仍然有效，欢迎对国际货币环境、汇率变化感兴趣的读者批评！

美元作为国际贸易的主要结算货币与最重要的储备资产，其走势对国际贸易与国际货币体系、进而对全球经济都有着重要影响。自2001年以来，美元指数一度大跌超过45%，美元贬值，是造成国际大宗商品价格暴涨的重要推动力量，也是导致全球通货膨胀率上升、国际流动性过剩的原因之一。在美元兑主要货币的汇率中，欧元是最重要的。假定欧元问世之初确定的1为美元的合理汇率水平，那么当前美元汇率是否合理对美元的未来至关重要。从直观的经济基本面分析，欧美的经济差别不支持美元如此大幅下跌。另外，导致美元严重低估的经济、政治因素已开始发生变化，特别是欧美经济增速相对变化、未来利率预期、美国政治经济需要强势美元等原因，未来的美元汇率将向由购买力所决定的均衡汇率靠拢。从购买力平价出发，我们认为理论长期美元的上涨区应该在14.9%到30%。

欧元对美元汇率波动呈三大周期

以PPP（Theory of Purchasing Power Parity，购买力平价理论）模型来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计算的历史均衡汇率，我们可以通过美元市场汇率与均衡汇率之间比较，分析画出美元汇率在各种经济政治市场心理等因素冲击下，围绕均衡汇率波动的过程。可以看出，市场汇率尽管波动很大，但基本围绕均衡汇率上下。通过对美元高估或低估过程的分析，可以看出，1999年1月欧元正式问世到2006年以前，美元市场汇率在均衡汇率正常范围之内上下波动。而此后的美元加速暴跌，是受到次贷危机等因素冲击后的非正常偏离。

自1999年1月到2008年6月，欧元对美元的汇率总体走势大致可分为三个阶段：

（1）在1999年1月至2001年6月：美元高估。其间美元上涨，市场汇率高于均衡汇率。造成美元高估、欧元下跌的主要原因有：美国经济增长好于欧元区、美国利率高、北约发动对南联盟的军事打击，使得本来就弱势的欧元雪上加霜，当时欧元刚刚问世，市场对欧元能否顺利推行、刚组建的欧洲央行能否正常实施货币政策存在怀疑。

（2）2001年7月至2004年12月：美元下跌并低估。美元市场汇率从高于均衡汇率开始下跌，并进一步波动到相反方向，市场汇率低于均衡汇率。造成美元汇率下跌、欧元上涨的原因有：欧元利率高于美元利率、资产配置需要导致对欧元需求增加。

（3）2005年1月至2008年6月：美元过度低估。美元在2005年11月前，是一个回归均衡汇率过程，但在回归到均衡汇率之前，由于美国房地产市场崩溃以及由此导致的次贷危机发生后，市场反应过度，自2006年下半年开始，美元汇率开始更大幅度的低估。

造成目前美元汇率低估有五个原因

从目前来看，导致美元汇率下跌、欧元汇率上升的原因是多方面的，主要有以下五大影响因素。

第一，欧美经济不同步。美国先于欧元区进入经济增速下滑期。美国由于先是受到房地产泡沫破裂，然后是次贷危机爆发重创金融系统，经济增速首先进入下降期。而欧元区由于房地产涨幅低于美国，金融创新也远不如美国，又没有发生严重泡沫，因而在美国经济首先下滑以后，尚能保持一定的增长。

第二，次贷危机打击美元。2007年8月爆发的美国次贷危机，席卷世界主要金融市场，美国作为次贷危机的发源地，经济受到重创或影响最大，严重打击

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了市场对美元的信心，导致美元严重低估，使得持有美元的风险溢价突然大幅增加，投资者出于回避风险的需要，抛售美元，转向欧元以及商品货币，从而导致美元过于低估。

第三，阿富汗战争和伊拉克战争的拖累。两场旷日持久的战争消耗了美国大量财富，美国财政赤字大量增加，2002年至2007年财政赤字合计17588亿美元。财政赤字大增影响到投资者对美国经济的信心，从而也打压美元。

第四，美国贸易逆差持续大量增加。20世纪90年代以来，美国不断加快产业结构调整转移的步伐，传统制造业在经济中的比重不断缩小，大量消费品和制成品依赖进口，贸易逆差扩大，结果形成美国等发达国家与新兴市场和发展中国家之间的贸易不平衡，特别是美国与亚洲贸易的严重失衡。

第五，美联储大幅减息与欧元利率稳定。最近的美元暴跌与美联储的大幅减息有关。美联储自2007年8月连续6次降息，联邦基金利率自5.25%下降为2%，2007年8月，美国联邦基金利率还比欧元区主导利率高1.25个百分点，到2008年4月，比欧元区主导利率低2个百分点。最近欧洲央行在2008年7月3日又提高欧元区主导利率0.25个百分点，至4.25%，欧美利率差扩大到2.25个百分点。

五大积极因素有利于美元升值

随着国际经济形势的变化，此前导致美元过度低估的因素出现了变化，预计美元汇率将进入升值轨道。导致未来美元上涨的影响原因，除了美元过度低估将向由购买力平价所决定的均衡汇率回归外，还有如下五大原因。

第一，美元货币发行速度低于欧元。市场普遍认为，美国滥发美元导致美元泛滥，美元贬值是美联储滥发美元的恶果。统计数据表明，自2002年美元进入贬值周期以后，以广义货币M2衡量的美元货币增长速度远低于欧元。美国房地产泡沫破裂、次贷危机爆发等，导致美元的货币发行增速开始下降和流动性进一步收缩。为缓解流动性紧缩、防止次贷危机导致经济衰退，美联储采取大幅度降息与向市场大规模注资的救市行动。M2也相应开始恢复。与此相反，欧元的M2增速在加速，两者间的差距进一步拉大。这表明，出于风险回避的需要，资金大规模从美元流向欧元，造成美元过度低估。但是，货币发行增长早晚要在购买力、从而在汇率中体现出来。美元M2增速持续低于欧元，美元的流动性要远比欧元紧张，欧元货币增速过快将会导致欧元在未来下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二，美国贸易逆差在近期开始有所减小。这与美国较慢经济增长速度相关的进口需求下降有关，但更主要的原因是国外需求的强劲增长带来了稳定的出口增长。截至2008年5月，美国出口的强劲增长将贸易赤字拉低至3.98%。

第三，未来美联储将进入升息周期。从货币政策角度来看，当通胀率攀升至欧元启动以来最高点4%时，欧洲央行于2008年7月3日做出了加息25个基点的决定。而美国利率现在处于因次贷危机所引起的减息周期的底部，随着经济下滑风险的减小，特别是随着通胀压力的继续上升而进一步扩大。为了控制通胀，预计美联储将于明年进入加息周期。伴随着利差收窄，美元兑欧元将走强。

第四，美国新形势提升美元信心。2008年美国大选，共和党会极力维持美元汇率以提升美国经济的信心，赢得选民支持。因而，在2008年下半年，美联储将可能会维持目前的利率水平，但2009年可能将会逐渐上调利率来控制通胀。随着美国不断提高利率，美元将会一改目前的疲弱状态，并终结长达7年的漫漫熊市，展开一轮大级别的反弹。美元大幅贬值40%，这显然不符合美国的政治经济利益。因而维持强势美元政策增强美元信心将会是下届政府的重要经济政策之一。

第五，资金开始重新流入美国。目前，次贷风波造成的美国金融业处于最困难的时期已经过去，资金开始重新回流到美国。同时，外资流入的增加也表明外国投资者对美国资产的信心有所提升，并暗示越来越多的投资者开始相信次贷危机的最糟糕时期已经过去。

美元似已进入升值周期

从美元对欧元的实际表现看，目前美元市场汇率较均衡汇率低估了30%左右。在美元指数的组成中，欧元是权重最大的货币，其所占权重达到了57.6%，因此，欧元兑美元汇率水平对美元指数有着决定性的影响。尽管影响汇率的因素有很多，而且汇率短期的波动性很大，难以用模型来预测。但是，从长期来看，购买力是决定汇率的最根本因素。由于欧元高估了30%左右，因此，从基本面出发，相信欧元兑美元的长期汇率将回复到合理水平。

据OECD计算的最近一期主要货币绝对PPP水平的结果表明，在2007年年底，以PPP计算的美元对欧元汇率应该为0.862，即一个美元的购买力相当于0.862个欧元。实际上，这一汇率水平是0.685，即美元低估超过了20%。截至2008年6月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

底，欧元对美元升值再次超过7%。以此计算，欧元兑美元约高估29%。美元低估的幅度如此巨大，加上造成此前美元低估的因素现在已发生变化，全球经济形势向着有利于美元的趋势发展。因此，预计美元对欧元及其他发达经济体货币汇率将持续升值，美元指数的底部很可能已经出现，70应该就是美元指数的底部。对于其他货币，加元、澳元等商品货币因为大宗商品价格下降而下跌，英镑、日元因各自经济有进入负增长的危险而下跌，加上全球经济下滑风险增大环境中美元具有的传统避险功能。综合看来，美元指数未来的最终目标有可能会上升到100附近。美元的升值将对全球经济发生重要的影响，有利于全球控制通胀水平，也将导致全球资金的流向发生变化，从而对全球金融市场产生重大影响。对于我国来说，美元进入升值有利于减轻人民币的升值压力。自2005年汇改以来，尽管人民币兑美元贬值幅度高达27%以上，但由于同期美元贬值，人民币对欧元等货币还是贬值的。未来三年，人民币兑美元升值速度将放缓，人民币兑欧元升值速度则有望加速。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国金融“生病”，中国无须“吃药”

可喜的是，本文在四年前就预测到美元进入升值周期，对欧元两年内升值15%以上，预测到次贷危机对美国投行的冲击已结束，对美国地产的冲击还将持续3年以上，预测到美国消费和就业的复苏至少需要5年……可悲的是，长期思想落后、保守的中国，每一次都因为别人生病而自己吃药！美国金融危机带给中国经济的实质影响是有限的，而那些保守、自作聪明的决策者以此为借口，延缓中国金融创新和金融自由化的进程，对中国造成的负面影响却是无限的。

“沙滩上的资本金字塔”崩塌

《中国经济周刊》：次贷危机是如何引发了美国的金融危机？二者之间关系如何？

滕泰：媒体总是笼统地谈“次贷危机”，其实次贷并非仅仅次级按揭贷款本身，而是包含一系列金融衍生品；危机也不仅仅是一次动荡，而是一连串严重的信用危机，并导致金融体制危机，最终影响到实体经济。次贷至少包含以下层面的产品：

首先是次级按揭贷款以及相关的地产业务。2007年，美国地产中约2.5万亿为次级按揭贷款。对象主要为70后、80后的年轻人，还有一部分中低收入家庭。他们没有太多的信用记录，银行信用要求比较低，甚至零首付。这些造就了地产业的虚假繁荣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其次是MBS（Mortgage-backed Securities，抵押支持的债券）。商业银行或房贷公司并没有将次级按揭贷款留在手中，而是做成了证券化产品MBS出售，转嫁了风险。

最后是CDO（Collateralized debt Obligations，债务抵押债券）等衍生产品。很多投行购买了MBS后，又通过金融杠杆的放大作用，把它们做成了CDO出售，就进一步转嫁并放大了风险。显然，次级按揭贷款以及相关的金融衍生品，就仿佛建立在沙滩上的资本金字塔，一旦最下面的地产价格下跌，最上面的衍生品将跌得最惨。而次级按揭贷款危机爆发，金字塔顶的CDO等产品根本算不清背后风险、收益，只能是信用危机，金融产品价格暴跌，金融机构纷纷倒闭。美国经济至少5年才能复苏。

《中国经济周刊》：您认为美国的金融危机将会在多长时间内产生哪些负面影响？

滕泰：美国金融海啸影响可以从四个层面加以阐述，具体如下：

对美元的影响：已经提前结束。自2002年以来，美元持续下跌，兑欧元汇率最大跌幅近100%。大家普遍预计到美国在挽救华尔街信用危机时，会滥印、滥发美元，使美元的含金量大幅下滑，大幅贬值。自2007年次贷危机爆发以来，美元大幅暴跌，最低跌至1欧元兑1.61美元。2008年7月份，次贷危机尚未结束时，美元就已经提前见底了。未来一两年内，美元会经历一些短期波折，但长远来看，影响美元汇率的所有负面因素已经提前反应、过度反应。根据购买力评价、利率评价综合分析，美元已经进入升值周期，未来两年兑欧元将升值15%以上。

对美国五大投行的冲击：高峰已过。次贷危机对美国五大投行的冲击已经是最后一波。9月份，最后两家大投行被纳入美联储体系，就意味着危机对美国五大投行的影响已经结束。高盛和摩根士丹利因为美联储的接管而重获更大的生机，他们将会因此从单一经营变为金融混业经营的巨无霸。从美国传统的监管体制来说，美国政府监管商业银行，但投资银行基本上不被监管。但美国在当前的金融危机中一改惯例，果断出手将两大投行纳入美联储监管体系。而最有突破意义的是，美联储给两家投行的新政策，允许拓展商业银行业务。这意味着两家投行未来也可以敞开大门吸纳存款，这就为其注入了强大的资本金来源。过去投行之所以要利用金融杠杆，30倍、40倍、50倍地放大资本，是为了扩充资本数量，以便获得更高的利益。现在，高盛和摩根士丹利将来可以吸收存款，不仅可以避免破产，而且将愈行愈壮。在美联储和美国政府的支持下，这两大投行基本上不会再出现大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的危机，但欧洲金融机构能否扛得住，最终要取决于欧洲央行的支持力度。

对美国地产的影响：还将持续3年以上。美国地产中的次级按揭贷款，本来就是不良资产。次贷危机爆发，只不过揭开了危险的盖子而已，房地产的泡沫必须要去除。我认为，美国地产行业至少还要衰退、下跌、调整3年以上。

对消费、就业影响：至少需要5年以上才能复苏。所有前面三项加起来，就造成了第四个层面的影响。金融机构的倒闭，造成了金融信用的收缩；美元贬值后进入升值周期，会影响出口，削弱美国产品的出口竞争力；房地产业务的衰退、财富缩水，会造成持续的消费低迷和失业率的上升。因此美国经济的衰退时间要比房地产更长，至少要5年以上。

中国不能因此而放弃金融创新

《中国经济周刊》：有人提出，中国金融业要从美国金融危机中吸取教训，您如何看待这个问题?

滕泰：我认为，中美两国的金融体制完全不同，金融制度背景、金融机构、产品结构和金融市场结构有本质的不同，金融发展阶段也完全不同：我们还处于初级阶段，而美国已经到了高级阶段。具体而言有：

第一，从金融产品来看，美国有次级贷，中国没有；美国把次级贷还做成证券化产品，中国没有住房资产的证券化市场；美国的房产证券产品还做成了一系列金融衍生品，中国没有。所以，由次级贷源起的这些金融产品和金融衍生品，我们中国全没有。

第二，从金融结构来看，美国的投行、证券公司，利用金融杠杆把资本放大到30～40倍，而中国证券公司的资本杠杆连1倍都不到。很多证券公司资本金从五六十亿发展到四五百亿，其经营能力和盈利能力并没有提升，原因就在于有各种各样的法规约束。证券公司账上趴着的那么多现金都无处可投：买二级市场股票不能超过净资本80%；资产管理业务用不着自己的钱；做私募股权投资也需要审批……中国金融业没有杠杆。

第三，从金融监管来看，中国的金融监管要比美国严得多。美国对商业银行有监管义务，但对投资银行几乎没有监管；而中国证券公司每发行一个创新产品，要证监会审批；资本投向，要定期向相关部门汇报。

综上所述，美国发生金融危机，值得总结教训的是美国而不是中国。美国开始向中国学习。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《中国经济周刊》：您认为美国金融危机给我们的启示是什么？我们在金融创新的过程中要注意什么？

滕泰：这可以从三个方面来阐述：金融创新、金融监管、行政干预。中美两国比较而言，中国金融创新不足，美国金融创新过度；中国金融监管被认为相对过度，美国金融监管则被认为不足；中国金融干预不够及时，美国金融干预非常迅速。

从行政干预来说，一个有趣的现象是，过去中国行政干预金融市场比较多，因此某些经济学家提倡自由经济理念，呼吁中国政府向美国学习，不要干预市场。现在，美国在向中国学习，拼命干预市场，中国反而干预上显得有点不足。美国作为发达的市场经济国家，一向标榜政府不干预市场，让市场自行发展，但在金融海啸中，从两房被国有化，到最近8500亿美元救市，美国政府出手之果断，值得效仿。毕竟金融关系到国家命脉。譬如，中国股市从6000点跌到2000点，政府就应该及时救市，而不要彷徨犹豫，否则会付出更大的代价。现在，中国政府已经就此出台了一些政策和措施，有了一定成效，但我认为干预力度还不够。

就金融监管和创新而言，这是一对矛盾统一体。监管过度就会导致创新不足，监管不足就会导致创新过度。其实，无论是监管还是创新都必须要适度。美国金融危机就是金融创新过度所导演的实例。但就中国金融实际情况而言，我们的金融创新远远不够，我们必须要大刀阔斧地进行金融创新，尤其要警惕因为美国发生金融危机，导致国内金融保守思潮抬头，进而放慢了中国金融改革的步伐。在这方面，我们有过先例。亚洲金融危机的“不当启示”。

《中国经济周刊》：您所说的先例是指什么？

滕泰：历史有时会惊人的相似。当年，亚洲金融危机后，国内也在热议对中国的启示，直接导致了中国放慢了金融改革的步伐。譬如，当前中国庞大的外汇储备，既不断贬值，又造成国内货币流动性过剩。从某种意义上说，这正是受到了亚洲金融危机后的“不当启示”，保守思潮影响的结果。1994年，鉴于当时中国外汇储备少，我国制定了强制结售汇政策。这一政策符合当时的中国国情，也为提高中国的外汇储备做出了实际的贡献。但1996年起，外汇储备超过了1000亿美元，学术界就开始探讨中国外汇储备规模多少合适，一般认为3000亿美元就足够了。但到了1998年亚洲发生金融危机，国内金融保守思潮抬头，认为中国资本市场不能开放太快，外汇储备越多越好，结果中国金融开放的步伐放缓，庞大外汇储备带来的问题越来越突出。2008年8月份，国务院发布修订后的《中华人民共和国外汇管理条例》。新《条例》取消了企业经常项目外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汇收入强制结汇的要求。其实，我认为早在2000年就应该取消。但是那时候整个金融界、经济学术界都在拼命总结亚洲金融危机对中国的“启示”，开放的声音自然被压倒。这次美国金融危机，我们的舆论氛围跟当年亚洲金融危机后惊人的相似，美国生病、中国吃药——中美两国国情不同，我们千万不能因为美国的金融危机而放缓我们金融创新的步伐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2015年：从贸易顺差到贸易逆差

本文发表于2010年下半年，结合对全球经济形势的预测，描述了未来5年中国的对外贸易和人民币汇率演化趋势。如今，贸易顺差显著减少，人民币汇率稳步升值，各项指标都如本文预期演化，而中国的外贸企业、国家对外经济政策、中国的经济增长动力结构是否真的做好了从贸易顺差到贸易平衡再到贸易逆差的准备？五年前，当美元兑人民币汇率仍在8.3左右时，很多人不相信会升值到如今6.3的水平，2015年，如果人民币汇率升到1∶5，我们准备好了吗？

未来五年世界经济低增长抑制全球贸易扩张

未来五年美国经济增长步入“2%时代”，全球经济低增长将抑制全球贸易扩张。以外部需求和出口比重法计算，乐观预计2015年我国出口23322亿美元；但是考虑到各国政治形势、政策倾向、金融环境、贸易格局等方面，中国将是全球经济再平衡的焦点，实际的出口增速还会进一步下降。人民币升值是一个长期的趋势，但是我国的出口本质上是由资源禀赋优势、国际分工地位及来自国外需求决定的，人民币升值不必然导致出口下滑。综合考虑影响进出口的各种因素，2015年我国将从贸易顺差转为贸易逆差。

过去三十年美国经济增长呈“5%-4%-3%”阶梯递减。肇始于美国的经济金融危机既是全球金融体系恶性膨胀的结果，也是过去25年西方发达国家增长动力衰竭的反映。从长期趋势来看，美国制度创新和科技创新的源泉逐渐衰竭，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

潜在的经济增长动能下滑，本轮经济金融危机之前持续的、高企的经济增长率难以维系。

20世纪80年代，美国里根政府秉承新自由主义经济理念，依靠减税、私有化和打破劳动力市场垄断等制度创新，1983～1989年均经济增长率略高于5%。

20世纪90年代，美国克林顿政府开创了“新经济”时代，依靠互联网技术突破和军事科技转民用等科技创新，1992～2000年均经济增长率接近4%。

进入21世纪以来，互联网泡沫破灭后，美国既无大的科技创新，也无大的制度创新，但有房地产次贷等金融创新，金融杠杆的扩大拉动了实体经济的强劲增长，2003～2007年均经济增长率略低于3%。

2011年美国经济短期企稳回升。在影响经济运行的四个周期中，存货周期、金融周期和需求周期决定经济的中短期运行，供给周期影响经济的长期运行趋势。从当前情况来看，美国经济短期将呈现企稳回升态势。预计2011年全年美国失业率下降到7%以下，经济增速可达3.5%。

根据库存周期变化规律，美国2011年客户库存会增长，订单库存会回落，总库存仍将上行；金融去杠杆化已经结束，房地产市场基本见底，尽管实体经济信贷仍将比较低迷，但房地产市场将回升，道指有望突破12000，金融市场不会二次探底；从需求中周期来看，美国就业者收入增加最终将支持消费增长和就业增加，2011年失业率将缓慢下降至7%左右，消费将有所好转。

刺激政策效果有限，经济长动力难寻。20世纪80年代以来，西方国家转变经济发展方式，实施供给学派的政策主张，如英国撒切尔夫人和美国里根政府采取的减税、私有化、减少经济干预、减少社会福利支出、增强劳动力市场灵活性等政策措施，都是“熊彼特增长”的典型例子。至2005年，英美本轮供给周期的上行阶段结束，至今技术和制度并无大的创新，处于供给周期的下行阶段。

危机后美国科技创新和制度创新动力不足，奥巴马政府推出的一系列政策与刺激经济、增加就业是一体的，但对经济长期增长的影响还不明朗。特有的出口结构限制了“美国制造”一揽子计划的效应，经济结构转型不会一蹴而就；逆转的政治格局阻碍了“新医改”政策的顺利实施，降低储蓄、提振消费尚需假以时日；严格的金融监管减弱了金融机构的放贷意愿，实体经济的“输血再造”任重而道远；沉重的预算压力限制了对新兴科技产业的投入力度，科技驱动增长的新一拨高增长难以实现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未来五年美国的经济增长将整体进入“2%时代”，其增长动力将低于1983～1989年的经济自由主义试验期、1992～2000年的新经济时代和2003～2007年的负债消费时代。预计未来五年美国的平均经济增长率将低于2003～2007年年均2.8%的增长速度，维持在2.6%左右的水平。

西方其他国家经济增长受美国影响很大，按照1960～2009年经合组织GDP增速约是美国GDP增速1.1189倍的关系，预计西方国家2011～2015年年均增长2.9%。

全球经济增长维持低位。美国、日本和欧元区三大经济体GDP约占世界经济总量的60%，西方国家未来5年经济低增长将拉低全球经济增速。1999～2008年世界经济增速对美国经济增速的弹性约1.296，即美国经济每增长1%，世界经济增长1.296%。如果未来五年美国经济年均增长2.6%，世界经济年均增长3.5%。

全球经济低增长将抑制全球贸易扩张。2000～2008年，全球出口增长1.822倍，平均每年增长13.8%，世界GDP(现价)增长0.949倍，平均每年增长8.7%，出口增速远高于GDP；2009年，受金融危机冲击，世界经济陷入衰退，全球GDP下降2.5%，出口下降12.0%，可见出口波动幅度远大于GDP。未来五年，受西方国家经济低增长影响，出口增速回落的幅度将大于经济增长回落幅度。

全球经济增长与贸易格局是影响我国出口规模的核心自变量。按照我国出口和全球经济与贸易的相关关系预测，2015年我国出口约为23322亿美元。

全球再平衡趋势将制约出口增长

除了全球经济增长外，影响出口的因素还包括各国政治形势、政策倾向、金融环境、贸易格局等多个方面。金融危机后发达经济体经济复苏缓慢，投资和消费增长乏力，各国不惜以邻为壑，纷纷将内部矛盾外部化，通过各种方式增加出口以促进经济增长。目前在外汇储备、贸易差额、劳动力市场、房地产市场和经济增长这五个方面，我国与主要发达国家都存在鲜明的对比，在这一大背景下，中国成为全球再平衡的焦点，这将进一步拉低我国的出口增速。

第一，目前中国外汇储备相当于全球的29%，发达国家总和的84%。近年来我国外汇储备迅猛增长，截至2010年9月底达到26483亿美元，比一年前增加3757亿美元，比年初增加2492亿美元，10年外汇储备增长16.5倍，年均增长32.4%。截至2010年上半年，我国外汇储备相当于全球外汇储备的29.1%，相当于发达国家的83.9%，相当于新兴经济体和发展中国家的44.7%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二，美国贸易逆差与中国贸易顺差同时回升。金融危机后，随着经济缓慢复苏，美国进口迅速增加，贸易逆差快速扩大。2010年6月，美国贸易逆差迅速扩大到498亿美元，比最低谷的2009年2月增加234亿美元，增长88.8%；同期美国商品贸易逆差扩大到622亿美元，增长69.6%。

与此相反的是，中国贸易顺差快速回升。2010年7月，中国贸易顺差快速恢复到287亿美元，虽比2008年11月、12月和2009年1月接近400亿美元的顺差有所减少，但超过2007年下半年经济增长高峰时的水平。

第三，三大经济体失业率居高不下，中国发生“用工荒”。危机后美国、日本和欧元区三大经济体经济复苏缓慢，失业率居高不下。美国9月失业率仍高居9.6%，虽比2009年四季度的10%有所回落，但2010年前9个月一直徘徊于9.5%到9.7%之间；欧元区失业率9月达到10.1%，连续6个月保持10%后再次出现上升；日本9月失业率为5.1%，与8月持平，比7月高0.1个百分点。

与三大经济体失业率居高不下形成鲜明对比，中国出现“用工荒”，刘易斯拐点来临，最低工资标准普遍大幅上调。随着经济的企稳回升，2010年年初用工需求回到金融危机前的水平，东部沿海地区出现“用工荒”，珠三角缺工超过200万。到9月底，全国除了重庆还没有上调最低工资标准外，其余省市均做了上调。其中，四川月最低工资标准(最低一档)上调幅度最大，达到44.4%，5个省市区上调幅度在30%～40%之间，16个省市区上调幅度在20%～30%之间，6个省市上调幅度在10%～20%之间。

第四，美国房地产依旧萧条，中国房地产量价齐升。美国房地产市场已经见底但仍处低位徘徊。2005年6月美国房地产市场繁荣到达顶峰，全美住宅建筑商协会(NAHB)/富国银行住房市场指数达到72，次贷危机发生后，美国房地产市场一片萧条，到2009年1月，这一指数仅为8，下跌88.9%；2010年10月，这一指数回升到16，比萧条低谷时上涨100%，但仍比2005年6月繁荣时下降77.8%。

与美国房地产市场的萧条形成鲜明对比，中国房地产市场2009年二季度以来一片兴旺，商品房销售量猛增，价格持续上涨，房地产投资大幅增长。如果将2005年6月新建住宅价格指数定为72.0%，2010年9月这一指数为104.7%，比2005年6月上涨45.4%。为遏制自2009年二季度以来的商品房价格快速上涨势头，2009年12月政府取消了金融危机时采取的一系列刺激政策，还在4月和10月采取了除推出房产税外的一揽子政策措施，但商品房价格依然坚挺，调控效果并不明显。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五，美国经济缓慢复苏，中国经济恢复快速增长。在4万亿投资计划等一揽子政策刺激下，中国经济快速回升，2009年三季度GDP同比增长率回升到9.5%，四季度回升到12.1%，2010年前三季度GDP增长10.6%，大幅高于2009年同期。

美国经济受金融危机严重冲击，2008年三季度起连续6个季度GDP同比下降，之后，自2009年四季度起，GDP同比转为增长0.2%，2010年前三个季度，GDP当季同比增长分别为2.4%、3.0%和4.6%，虽恢复较快，但仍不足以降低目前居高不下的失业率。

以上五大对比在较长时间内难以改变，这也意味着中国在较长时间内都将是全球经济再平衡的焦点。这些不平衡可能会导致三种后果：

一是我国与其他经济体产生更多的贸易摩擦。

二是开放更多的市场增加进口。近年来我国每年新增进口规模均接近千亿美元，进口贸易在世界进口贸易中所占份额也由过去的1%左右上升到2009年的8%。虽然目前我国的市场开放程度已经较高，但是在全球经济复苏乏力下发达国家或会提出更多的要求。

三是人民币升值的速度加快。对于人民币升值对出口的影响，我们在下文会有详细的论述，认为整体影响不明显。但是一旦人民币升值速度过快，也会对出口造成冲击。

这些后果将直接减缓未来我国的出口增速。以外部需求和出口比重法计算2015年我国出口23322亿美元是较为乐观的估计，考虑到这五大对比和全球经济的再平衡状况，未来的出口规模还会进一步下降。

人民币升值对进出口影响不明显

在上述五大压力下，人民币面临的外部压力不断增大；从内部环境来看，随着经济的逐渐转型，国内经济对人民币升值的承受力提高；从购买力平价来看，人民币也将有较大的升值空间。我们认为未来五年人民币汇率有望达到1∶5，但是，我国的出口本质上是由我国的资源禀赋优势、国际分工地位及国外的需求所决定的，汇率波动对进出口影响并不明显。

(一)绝对购买力平价：2015年人民币均衡汇率为1∶5.7

以人民币的升值弹性计算的2015年人民币对美元汇率为1∶5.7。2002～2007年，中国GDP累计增长84.0%，美国累计增长16.6%，相当于两国劳动生产率提高幅度相差67.4个百分点。2005年7月到2008年7月，人民币累计升值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
其他期货公司用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

21%，既是对2002～2004年中国持续高增长的事后反应，也是对2005～2007年经济高增长的同步反应和超前反应。据此推算，升值弹性为：中国和美国经济增长率每差3.21个百分点，人民币对美元升值1%。

2011年我国经济增长面临的不确定因素较多，经济增长率很可能有较大幅度的回落，回落到8%～9%之间的水平。4万亿投资计划的高峰已经过去，房地产调控至少持续两年，房地产投资增速将大幅回落，2011年投资难以维系高增长；出口受人民币升值、劳动力成本上涨、原材料成本上升等因素影响，难以保持高增长。

本轮经济周期后，我国经济L型增长将越来越明显。长期看，劳动、资源、土地、技术、环境等要素瓶颈的制约越来越强，市场经济制度越来越完善，制度创新的空间减小，产业升级缓慢，我国经济增长方式将从“库兹尼茨增长”转向“熊彼特增长”，2012年后经济增长率将下滑至7%～10%。

如果按照我国经济2010年增长10%、2011～2012年年均增长8%、2013～2015年年均增长9%计算，2009～2015年累计增长81.3%，而美国即使2011～2015年年均增长3.0%，2009～2015年累计增长为16.0%，相差65.3%，按照3.21的升值弹性估计，2015年人民币需在2009年年底的基础上升值20.3%，即到时人民币对美元汇率将达到1∶5.6754的水平。

(二)五大鲜明对比下，人民币升值外部压力加大

五大鲜明对比使中国正立于“不平衡”矛盾的风口浪尖上。

从大国政治角度看：美国、日本和欧盟等主要经济体为转移国内失业率居高不下、经济复苏缓慢等国内矛盾，纷纷将人民币汇率政治化，借口全球经济再平衡，强迫人民币升值。而从市场压力角度看，海外市场对人民币升值预期进一步被强化。

从热钱流入的压力角度看：当月外汇储备增加额减去当月贸易顺差和当月国际直接投资后的差额9月达到752亿美元，创有此记录以来的新高。热钱流入反映人民币升值预期，并进一步强化人民币升值预期，且央行买入外汇的对冲操作有推升人民币升值的可能，表明当前的人民币升值压力增大。

(三)转型大背景下国内经济对升值的承受力提高

第一，对人民币升值造成出口企业利润下降的承受力提高。2010年上半年，欧元贬值20%导致人民币被动升值。国际清算银行(BIS)公布的数据显示，人民币名义有效汇率(NEER)自2009年11月以来的6个月里升值了4.8%。在欧元继续维持弱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

势的情况下，货币当局必然担心推动人民币升值是否会使得国内出口企业利润被进一步挤压，并对相关产业发展、就业机会减少甚至经济增长带来冲击。

以对欧盟出口为例，从中国海关公布的21类99章上千种产品的进出口数据中可以看出：在中国和欧盟之间，几乎每种产品都有来有往。但是，欧盟出口到中国的产品单价大多比中国出口到欧盟的产品的单价高出若干倍。这意味着在大多数细分的产品市场上，中国企业和欧洲企业分别位于高档和低档两端，相互之间并不存在明显竞争。

首先许多中国出口到欧盟的产品，欧盟内部早就不再生产。因此，即便进口价格(中国出口价格)翻番，早已退出市场的欧盟厂商也不会轻易重操旧业。因此，欧元贬值不太可能导致进口产品需求的降低，这也意味着对欧盟的出口不会显著受到欧元对人民币贬值的影响。其次，出口低端产品的中国企业在欧盟市场上遇到的竞争对手主要来自与中国发展阶段相近的发展中国家，特别是位于中国周边的一些国家。在欧元对人民币大幅贬值的过程中，欧元对这些国家的货币贬值了相似的幅度。这样，中国出口企业与周边国家出口企业在欧盟市场的竞争优势没什么变化，各自的市场份额也将大致维持。

从担心利润受冲击的出口企业类型看，主要集中在那些没有高端贸易地位、缺乏专有技术垄断地位、专有知识产权、全球品牌、海外定价权及独立的海外销售渠道的加工贸易企业。表面上看，此类企业主要依靠中国低劳动成本生存，企业利润低，极易受到汇率升值的冲击。但细致考虑，占中国出口贸易比重近5成为加工贸易企业，技术、品牌、销售渠道等均由外部投资商提供，中国企业得到的是产品批发商与零售商价格差的分成的一小部分，而这一分成并不是由汇率及劳动力成本所决定的。

传统劳密型加工贸易企业利润低的根本原因是当前我国在国际分工地位中的弱势。但诸多劳密型企业并未因为2005年到2008年人民币连续18%的升值而失去生存。以劳动密集型行业的代表纺织业为例，从2005年汇改到目前，纺织行业销售利润率呈稳中有升态势，由2005年之前的平均约3.1%上升到2010年5月的4.26%，提高幅度达35%。这说明，升值短期内不是导致劳密型加工贸易企业利润下降的主要原因，升值一旦到来，这一利润空间会在生产企业、批发商及零售商之间重新分配。

第二，中部崛起使人民币升值造成加工贸易产业外移的可能性降低。

对于人民币升值会造成劳动密集型加工贸易产业向外转移的担忧，一直是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阻碍汇率制度制定者扩大人民币升值幅度的障碍。金融危机暴发后，制造业向中国周边国家转移的倾向更引起广泛关注。

从调整人民币汇率形成机制可能造成的产业转移的区域取向看，除非印度、越南等国家的投资环境、劳工条件较中国国内环境更为优越，在短期冲击下，产业外迁的可能性才会逐步增大。但在当前印度、越南等国的能源电力、厂房设备、治安环境、劳工技能、管理能力、交通运输状况、贸易税收环境还没有迅速赶上的背景下，低端加工制造业向周边国家转移的可能性较小，短期压力造成的产业转移更取向湖南、安徽、四川、河南等中部地区。

中国巨大的国内市场和中国的规模经济优势是外资企业继续选择向中国进行产业转移的主要优势，且这些优势蕴藏巨大的成本降低潜力，乃至可以抵消劳动力等成本增长。因此，中国在国际产业分工中仍有巨大的国际竞争力，中国仍然是世界产业分工链中重要的转移目的地。

第三，当前就业形势良好，对人民币升值影响就业的容忍度提高。

随着世界经济逐步从金融危机中恢复，我国就业形势也开始全面好转，劳动力市场供需两旺，局部地区劳动力供不应求。

据人力资源和社会保障部统计数据，2010年1～6月，全国城镇新增就业638万人，全国农村外出务工劳动力总数为15723万人，比上年同期增加626万人；截至6月底，全国下岗失业人员再就业305万人，就业困难人员实现就业88万人，全国城镇登记失业人数911万人，比一季度末减少8万人；城镇登记失业率为4.2%，与一季度末持平，低于近几年4.6%的控制指标，已恢复至国际金融危机冲击前的水平。中国人力资源市场信息监测中心的统计数据显示，2010年第一季度，劳动力需求大于供给，岗位空缺与求职人数的比率继续回升；与上季度和2009年同期相比，用人需求和求职人数均有较大幅度增长。第二季度，需求人数、求职人数分别比一季度增加了15.7万人和41.2万人，劳动力供需两旺。更显著的变化是，岗位空缺与求职人数的比率约为1.00，基本平衡，而历年同期一直是岗位空缺得少、求职的人多。

海关总署数据显示，截至2009年年底，我国加工贸易企业总数有12.6万家，这一数字并未因2008年出口大幅下滑而显著减少，也反映了我国加工贸易面对冲击仍有较大的生存能力。

(四)预计2015年人民币升值到1：5附近

目前中国最具生产能力、储蓄能力和消费能力的巨大人口，在走出“贫困

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

陷阱”后终于形成生产、消费和资本形成能力的正向循环，从而奠定了中国经济未来发展的长期趋势。2008年，中国GDP4.3万亿美元，日本4.9万亿美元。2009年中国经济增长9.1%，日本经济增长-5.2%，如果不考虑汇率因素，中国GDP将达到4.72万亿美元，日本GDP将是4.66万亿美元，中国将超过日本；但受日元大幅升值影响，2009年中国GDP略少于日本。2010年，中国经济增长依然强劲，预计全年略超10%。随着中国经济持续较快增长，“十二五”期间中国经济总量终将超过日本，成为世界第二经济大国，这是中国国际经济地位大幅提高的重要标志。

大国在经济崛起的过程中，其本币升值是必然的长期趋势。100多年前，伦敦是全球经济中心的时候，英镑和美元的汇率是1∶4.86。随着美国经济的崛起，到1993年，这个汇率已经变成1∶1.4，美元升值了三倍多。1971年，美元兑日元的汇率是1∶360，随着日本强大的经济地位逐渐得到世界认可，到1995年日元最高升至1∶79。

无论从外部环境、内部环境还是购买力平价来看人民币升值都是一个长期的趋势。目前我国累积的贸易顺差已经高达1.46万亿美元，以改革初期的国内生产效率、生产成本、产品服务质量和购买力为基础的人民币估值面临着同100多年前的美元和30多年前的日元同样性质的重新估值机会。只要中国经济发展的进程不会因为政治或战争因素突然中断，人民币汇率重估到1∶5这个过程必然要实现。

(五)人民币升值对我国出口影响不明显

实证数据表明，中国的出口与人民币汇率波动不存在显著相关性，中国的出口本质上是由我国的资源禀赋优势、国际分工地位及来自国外的需求所决定的，人民币升值不必然导致出口下滑。

对人民币升值的担心主要在于担心出口受冲击。根据我们的观察，出口变动与人民币汇率调整并没有明显的对应关系。我们将1995年以来人民币汇率与出口增长置于同一坐标中，可以清晰地看出，人民币与出口变化不存在显著相关关系。实证研究表明，中国出口取决于外部需求而非汇率波动。

1995～2005年7月，人民币兑美元保持相对稳定，出口则由于受外部经济冲击呈现宽幅波动态势。2005年7月～2008年6月，人民币加速升值，同期出口高速增长。2008年下半年次贷危机以来，人民币再次盯住美元的情况下，人民币汇率稳定在6.82附近，政府加大出口补贴力度，但在外围市场需求降低的背景

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下，出口依然表现出大幅波动特征，出口下滑幅度甚于1998年。

贸易和汇率之间存在着极为密切的关系，不论是支持还是反对中国维持现行汇率制度的人都以此为其立论基础，但这种关系实际并不那么严格。20世纪60～70年代，德、日都有巨额贸易顺差。但在20世纪90年代，即便两国货币升值了，两国仍有巨额贸易顺差。从中国的角度看，这种关系会更弱。原因在于：

第一，中国出口的是附加值很低的产品，不仅进口原料，还大量进口半成品和资本品。中国是先进口，再出口。如果汇率发生变化，会同时影响出口和进口。

第二，中国的劳动力非常便宜。在制造业，中国现行的平均工资仅相当于美国的3%。即便人民币汇率升值100%，也仅为美国的6%，仍然很有竞争力。如果是升值10%，几乎毫无影响。

第三，中国出口商品的平均离岸价格约为在海外零售价的25%。如果升值100%，最终消费品的价格会上升25%；如果升值10%，就上升2.5%，也没有明显影响。

决定中国出口的最主要因素应是来自国外对中国产品的需求，统计数据显示，中国出口的波动与欧美GDP走势具有一致性。欧美经济的复苏将继续扩大对中国商品的需求，从而对欧美出口有望继续维持较快增长。

(六)人民币升值对我国进口影响不明显

历史数据表明，人民币汇率波动与我国进口增速间同样不存在显著相关关系。2005～2007年人民币升值期间，我国进口增速维持在20%的水平，与升值前的增速基本相当，人民币升值对进口增速影响不明显，决定我国进口的主要是国内居民的购买力。

综合以上对未来五年我国出口和进口的预测，可以计算出每年的贸易差额。“十二五”前四年，我国仍存在贸易顺差，但顺差比“十一五”时期大幅减少，2014年顺差缩减至904亿美元，2015年将从贸易顺差转为贸易逆差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进：https://www.7help.net

以升值治理内外失衡

汇率升值是对出口部门的局部紧缩，加息或提高存款准备金率是全面紧缩。多年来中国是如何因为升值速度过慢而造成外汇占款过多，又如何通过内部紧缩把外部失衡变成内部失衡的？非均衡汇率为什么是中国经济内外失衡的根源？

从外部失衡到内部失衡

经济的对内失衡与对外失衡有时候是互相联系的。目前中国经济的内部失衡表现为资产价格和物价居高不下，消费增速远远落后于投资增速。这都与我国经济的外部失衡有密不可分的联系。

首先，国内资产价格和物价的居高不下有多方面原因，但几年来的货币过度投放难脱干系。而货币投放的根源是源于央行不断被迫发行人民币来购买持续不断流入的外汇，这源于中国经济的外部失衡。

其次，国内投资率持续超过消费率，而多生产、少消费、多储蓄长期存在的基础在于连续多年的贸易顺差，在于中国经济的外部失衡。

外部失衡的一个累加结果就是当前央行账户上的3.04万亿美元外汇储备。这些外汇都是央行从商业银行手中买来的，商业银行则是从出口商或外国投资者手中购汇得来的。为了购买这些外汇储备，央行至少花费了20万亿人民币。而这20万亿人民币怎么来的？开动印钞机，或者直接在电脑上输入货币发行的记账符号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

历史上很多国家的通胀是因为滥发货币，而滥发货币的深层次原因有的是为战争筹钱，有的是因为要填补巨额赤字，有的是因为要摆脱通缩和金融危机。可中国呢？投放这么多货币却是一个新的原因：外部经济失衡，中央银行被迫购汇。

以升值来解决外部失衡问题

外部失衡的原因是多方面的，但矛盾的焦点在于人民币汇率是否均衡。在央行不参与人民币买卖，市场力量自然出清的背景下形成的汇率就是均衡汇率；低于这个均衡汇率就会有持续的外汇流入；高于这个均衡汇率就会有持续的外汇流出。

显然，长期以来人民币汇率是低于均衡汇率的。结果是通过贸易顺差、FDI、热钱等各种形式的持续外汇流入。每增加500亿美元外汇储备，央行为了购汇就须新发行3300亿左右人民币。

在物价和房价已经高企的形势下，为了不增加新的通胀因素，央行通常会通过国内手段来对冲吸收这些新发行货币——用内部经济政策解决非均衡汇率造成的外部失衡问题——每发行3300亿人民币的央票可以吸收500亿美元外汇流入的影响；每提高存款准备金率0.5个百分点，可回收3500亿左右人民币，也可以对冲500亿美元外汇流入的影响。

为了维持那个非均衡的人民币汇率，对冲由此带来的人民币外汇占款增加，仅2010年以来，央行已被动提高存款准备金率11次。

如果像过去两年那样，未来一年再增加5000亿美元外汇储备，央行要么再发行33000亿的央票，要么上调10次存款准备金，才能对冲购买外汇带来的新增人民币发行——这个从外部失衡到内部紧缩的游戏，真的能够无极限地玩下去吗？

中国经济的外部失衡，不仅造成了国内可消费的商品减少，而且造成了国内货币增加，结果自然是通胀；而为了遏制通胀，中国每次都采取利率自由化背景下才有效的加息政策。而在利率非市场化的中国，小幅加息根本不会降低信贷需求，不会阻碍中国企业的投资热情，难以抑制投资——前四个月超过25%的固定资产投资增速已经证明了这一点。另外，2008年至今，中国居民家庭负债消费比率平均仅为5%，这意味着银行利率几乎不会影响居民消费。在实践上既不能抑制消费，也不能抑制投资的加息政策，自然不能降低总需求，所以“加息遏制通胀”在中国从来就只是一个传说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加息虽然不能抑制通胀却能够吸引热钱。2010年下半年以来，热钱流入持续增加。2011年前三个月，扣除法计算的热钱流入月均3000亿人民币左右。这反过来又形成新的通胀因素。

可见，原本应该用升值来解决的外部失衡问题，最终变成了内部失衡问题。“人民币低于均衡汇率——热钱持续流入——通胀——加息——更多热钱流入—更高的通胀。”这个循环的根源在于非均衡汇率。

非均衡汇率的财富再分配效应

人民币非均衡汇率让哪些人受益呢?

首先鼓励了外资，无论是长期的FDI，还是短期的热钱，在人民币低于非均衡汇率下进来都是受益的。无论是美元、日元、欧元，前几年进入中国换成人民币对设备、原材料、人工的购买力都大大提高了，同时还享受了人民币升值的好处。

其次受益的是出口企业、出口相关的辅助产业、在出口企业找到工作的雇员以及出口企业所在地的地方财政。

为上述受益者埋单的又是谁呢?是消费者福利损失、国家财富损失，以及经济整体失衡的不良后果。

每年的净出口都是13亿中国人的“消费剩余”,但是当中国面临通胀的时候，我们还需要海量出口这些“消费剩余”吗?如果一定的出口回流到国内，会带来什么效果呢?1998年东南亚金融危机后中国出口受到打击，国内物价立刻回落;2008年中期中国的月度通胀率最高达8.7%，之后受到全球金融危机的影响，造成2009年的中国出口负增长、大批过剩商品回流国内，当年中国CPI为负数。

如果坚持让人民币低于均衡汇率，继续鼓励出口，就会继续在国内通胀背景下用中国的资源和劳动力“补贴全球”。每年美国消费者因购买中国产品能节省1000亿美元。可以说，物美价廉的“中国制造”帮助西方发达国家实现了10年来的“无通胀增长”。

更严重的问题是，中国大部分出口加工贸易企业虽然挣了外汇收入却只有微薄的利润——全中国出口企业微薄的利润加总起来，也抵不上每年的外汇收入贬值。

人民币升值影响不宜夸大

一直以来国人谈升值变色。人民币升值真的会像当初日元升值一样把经济带入永远的低增长吗?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先，中国并没有当时日本那样的资产泡沫。日本当时的地产泡沫严重到什么程度呢？按照当时的可比价格，东京银座附近的地价可以买下整个纽约；而东京市的地价可以买下整个加拿大。在那样的背景下，日元一旦迅速升值，外资撤离，泡沫破裂，影响是灾难性的。中国现在的房价远远没有那样的泡沫，升值不会造成那么严重的影响；反之，如果维持低汇率、鼓励热钱持续流入，再进一步推高房价，倒是有可能等到和日本一样的结果。

其次，中国目前也没有像日本那年一样恰好站在“人口老龄化”的门槛。但是中国人口结构的变化趋势已然明了，如果等到2020年以后再升值，把人口老龄化的影响和升值放到同一个时间坐标上，也可以达到当初日元升值的效果。

再次，中国并不是一个岛国经济，而是拥有庞大的国内市场。所以人民币升值的影响不可能有传说中的那么大。2005～2008年，人民币升值21%，而那三年中国出口增速是最快的；2009年人民币不升值，出口负增长；2010年人民币升值加速，出口又加速增长。过去10年当中，人民币升值速度加快不会把出口降下来。

对于居民而言，升值后，进口的货物更便宜了。如果升值后出口真的减少了、进口增加了，增加的国内供给同样有利于平抑国内物价——低收入者国内买便宜货，高收入者出国旅游更便宜，不是很好吗？

至于出口增速放缓会影响就业，似乎也是个“伪命题”。因为同一个时间、同一个区域，“用工荒”和“农民工就业难”不可能同时存在。10年前我们鼓励出口的确能够增加就业，现在用工荒已经荒了几年了，企业一边跟政府说“不能升值啊，升值我工厂不赚钱了，工人就要失业了”；一边又说，“劳动力不够用啊，招工难！”——这不是自相矛盾吗？

当然，无论是低于均衡价格的人民币汇率，还是出口补贴，减免税收鼓励引进外资等政策，在十年前都是正确的。而今，政策需要重新评估了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

微观主体资金紧张的宏观根源

为什么我们的中小企业总是缺钱？在内资中小企业、民营企业资金紧张的时候，你听说过外资企业缺钱吗？每一次的紧缩都有怎样的财富再分配效应？不升值，只对内紧缩用谁的利益补贴谁？

平衡对冲何以造成资金紧张

2010年1月以来，央行连续12次提高存款准备金率，意在回收外汇占款增加带来的过多流动性。从总量上来看，一方面，自2010年2月以来，外汇占款累计增加近5万亿人民币；另一方面，每提高存款准备金率0.5个百分点，大约可回收流动性3300亿～3500亿人民币，12次提高存款准备金率累计回收流动性超过4万亿人民币。加上央票回笼的货币，外汇占款带来的流动性已基本被央行对冲。然而不容忽视的事实是：一方面，物价指数在2011年上半年依然上行，6月CPI更是创下36个月来新高；另一方面，紧缩政策使得实体经济特别是中小企业的资金紧张局面不断加剧。一个值得思考的问题是："为什么总量平衡对冲，结果却造成资金紧张？"我们认为，这一矛盾的背后，是长期以来"外病内治"的政策造成货币投放和货币回笼的结构失衡。

所谓外病，人民币低估现状和升值预期是外病的两个病灶；热钱流入、外汇占款快速增加、央行被动流动性投放是外病的运行机理；流动性回收不准、中小企业供血不足是外病的症状。

所谓内治，是指以内部失衡为代价努力修正外部失衡，通过内部紧缩来缓

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解外部输入流动性过多造成的物价上涨压力。

外病内治可行的一个前提是资金的分布情况与央行回收的方式匹配，唯此方可达到总量均衡下的结构平衡。然而我国现实是，外汇通过出口加工企业结售汇和FDI等形式进入国内，央行被动向这些结售汇企业投放大量货币；而加存款准备金等内部紧缩措施回收的都是内资内贸企业和中小企业的资金来源，结果自然造成外资外贸企业资金宽裕，内资内贸企业资金紧张。

内部资金投放的不均衡

就流动性的回收来看，面对流动性总体丰富和结构性匮乏的局面，通过总量调控手段回收流动性，由于没有考虑到不同市场的资金吸引力、资金可获得性、资金流出刚性的现实状况，因此“紧缩”经常“打脱靶”甚至造成“误伤”。

所谓资金吸引力，是指资金收益和风险的匹配关系，高收益低风险则引力大，低收益高风险则引力小。所谓资金可获得性，是指资金获取的速度和满足的程度；举例而言，国有大型企业往往融资渠道较多、资金获取速度较快，资金可获得性强，中小型企业融资渠道单一、资金获取速度较慢，资金可获得性差。所谓资金流出刚性，是指资金从现有部门流出的速度；举例而言，虽然针对房地产市场的调控政策旨在通过抑制投机和投资性需求，引导资金从房地产市场流向实体经济，但是由于房地产投资流动性相对较差，房地产建设周期相对较长，房地产调控政策难以在较短时间引导资金从房地产市场流出。而根据我们的测算，房地产市场吸纳的资金量在2011年仍将呈现上升趋势。

基于上述分析，在股市吸引力相对较差、房地产资金流出刚性较强的背景下，旨在抑制房价快速上涨的总量货币紧缩措施，一般不会对房价产生影响，反而常常是股市的一泻千里；旨在抑制投资过热的信贷紧缩措施，在国有大中型企业和民营中小型企业的资金可得性显著不同的背景下，一般就会造成中小企业资金极度紧张、资金链断裂，甚至大批倒闭。

加快升值步伐，从根源上减少外汇占款对冲

为了避免前述结构不平衡的对冲，必须从根源上减少外汇流入，从而减少因购汇而被迫投放人民币，并消除内部紧缩的外部根源。这就要求人民币汇率加快升值，促进中国从贸易顺差走向贸易平衡，同时在均衡汇率下早日实现资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本项目下的收支平衡。

当前阶段，有人认为加快人民币升值步伐可能会侵蚀出口企业利益、损害出口企业就业。我们认为，对于人民币汇率政策的讨论，关键应当厘清三个问题。

第一，局部利益与全局利益孰大孰小？长期以来，加工贸易在出口中占比超过一般贸易，其产品附加值极低。人民币汇率升值慢仅保护部分出口企业利益，而为此付出的代价则是经济的内外失衡和在国际贸易分工中的弱势竞争地位。通过加速人民币升值，牺牲小部分低端加工贸易企业，促进劳动密集型低端加工贸易向技术和资本密集型企业转型，不仅对提高出口企业附加值具有重要意义，而且对改善经济和产业结构，纠正经济的内外失衡，缓解因失衡带来的外汇对冲压力，并提高经济全局利益具有重要意义。

第二，生产者与消费者孰轻孰重？人民币汇率升值缓慢造成事实上的大量外汇以顺差形式流入，进一步刺激了投资过热，并推高了房价和物价。低端加工贸易出口事实上成为以牺牲国内消费补贴国外消费的重要手段。人民币汇率低估导致的净储蓄持续增加意味着失衡的经济持续向投资或者生产者倾斜，人民币升值缓慢保护了小部分低效率的出口商利益。加速人民币升值不仅是纠正重生产、轻消费的增长模式的需要，更可以使国内消费者以更低廉价格购买外部商品，直接提升消费者福利水平。加速人民币升值，可以使国内消费者在国外商品购买中真正享受到升值的收益。

第三，人民币升值与人民币国际化孰先孰后？面对未来缺乏长期经济增长动力的美国经济，以人民币为代表的非美元货币在国境经济中发挥重要的国际货币作用是大势所趋。要使人民币在将来成为储备货币，必须对持有者有吸引力，不但要有稳定的预期，甚至还要有升值的预期，境外居民自愿主动持有最为关键。所以在各信用储备货币长期贬值趋势之下，人民币的缓慢升值或能形成强烈的对比。人民币升值在先，有助于将升值收益锁定在国内。按照未来5年1万亿美元贸易额以人民币结算计，若未来5年人民币升值20%，意味着至少2000亿美元，即超过1万亿人民币收益被锁定在国内。显然，人民币升值在先、国际化在后是大有裨益的。

内部结构性政策合理引导资金分配

货币的跨市场流动对价格的影响有时会超过总量变化带来的影响。比如，股市市场引力增加时，吸引资金净流入股票市场，实体经济和房地产市场的资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金净流入减少，缓解物价、房价上涨压力；股票市场引力降低时，资金净流出股市进入实体经济和房地产市场，增加物价和房价指数上行压力。从影响量级上分析，无论是热钱的跨境流动，还是人民币境内资金在不同市场间的流动，一旦形成趋势就是上万亿级别的流动。相对于每次提高存款准备金回收千亿级别的资金而言，资金在不同市场之间的流动对物价和资产价格的影响远远大于货币总量的调控。因此，在当前股市低迷、中小企业资金紧张、民间利率急剧上升的背景下，中国的货币政策应从总量控制逐渐转向流向调节。比如，适当引导资金进入股市和中小企业，不仅有利于房价和物价调控目标的实现，也有利于刺激消费、扩大内需。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

西方人把资本市场就叫资本市场，而中国人却把它叫作“虚拟经济”；西方证券监管者只管合法不合法，中国监管者还要管“鼓励投资、抑制投机”；西方人处处讲多样性，多元化投资理念并存，而中国监管者却只鼓励所谓“价值投资”……

西方决策者如格林斯潘在2009年6月份发文说：“过去三个月的股市上涨是经济复苏的主要原因……”而中国决策者在年度经济决策文件中特别注明“满足实体经济发展必要的资金需求”，唯恐资金流入股市。

结果很简单，道琼斯从6000多点上涨到13000点，中国A股飞流直下三千尺，上证综指从6000多点跌到2000点……

large business cycle

第五章

资本市场：破除偏见，守望曙光

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球股市五年牛市的终结

2008年年初，就在美国次贷危机愈演愈烈，全球投资者一片恐慌的时候，中国投资者还沉浸在“万点论”的幻想中。彼时，笔者刚从美国考察半年回来，本文一方面向国内投资者揭示外面的风险，另一方面也想借海外各国股市巨大的下跌风险给国内投资者泼泼冷水。可速的是，五年过去了，那些暴跌过的海外股市或多或少已经恢复性上涨，而只有中国股市还在泥潭中挣扎！

表面上看由次贷金融危机引发的这次衰退是信用收缩造成的消费低迷，经济减速甚至衰退都是阶段性的。但是次贷危机的背后反映的是“全球金融机构借钱帮助美国中低收入的购房者买房子”的美国债务消费模式的结束。

在过去100多年的资本市场发展历史中，主要资本市场平均每五年左右，就会重新选择一次方向。从2002年年底到2007年10月，全球主要的资本市场、大宗商品和房地产市场上演了一轮历史上罕见的长达五年的大牛市。恰恰在这样一个重要的时间窗口，爆发了美国的次级抵押贷款危机，不仅造成美国的信用收缩和经济衰退风险，而且造成了全球范围内的金融恐慌和货币流动性收缩。尽管2008年新年伊始，美联储在短短8天内连续降息125个基点——但这些措施只能在短期内减缓全球资本市场的动荡和可能的崩溃。长期来看，这既不能遏制美国经济的衰退，也不能阻止全球股市在2008年的持续调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“两轮驱动”与“五年繁荣”

简单翻阅过去五年资本市场的主要指数走势，我们可以很容易地发现牛市不是中国所独有的现象，而是从2002年年底以来一个全球性的特征。中国只不过是其中之一，甚至我们的起步比很多国家还要晚两到三年。

在这历史上罕见的牛市狂欢中，俄罗斯股市表现最为突出，最高涨幅超过700%；印度的牛市从2002年12月底起步，到2007年年底上涨了522%；阿拉伯的迪拜金融市场总指数从2003年年底起，四年时间里上涨493%；巴西是南美最具有代表性的资本市场，上涨371%，是五年前的近五倍；南非证券市场上涨了160%，尼日利亚是非洲第二大资本市场，上涨了419%。中国香港恒生指数从2002年年初开始上涨144%，恒生国企指数到2007年年底涨幅817%。上证综合指数从2002年到2007年年底上涨了220%。成熟资本市场的涨幅相对较小，其中加拿大上涨80%，德国上涨56%，日本上涨45%，美国道琼斯平均工业指数上涨32%，英国上涨24%。

在过去五年领涨全球股市的全部是新兴资本市场，包括经济增长最快的中国、印度、俄罗斯、巴西，以及中东和非洲的资源出口国。显然，新兴市场经济的高速增长是过去五年牛市的主要驱动因素。但是除了引领牛市的真实经济增长因素之外，以美国和日本为代表的全球低利率环境所造成的全球货币流动性过剩，也是五年牛市的重要驱动因素。

日本的低利率政策可以追溯到20世纪90年代初期，1991年、1993年、1996年、2001年分几个阶段，日本央行把贴现率从6%左右大幅下调，最低时接近0%。在美国，以本世纪初的网络股泡沫破裂和“9·11”事件为标志，美联储在短短的两三年内把联邦基准利率降低到1%的水平。这两个国家所引领的全球低利率政策以及新兴国家经济的高速增长，造成了全球范围内的信用扩张和货币扩张——在21世纪这种信用和货币的创造过程及创造能力，远远超出了传统货币银行学所定义的基础货币加上货币乘数的范围，所有的商业信用提供者、金融信用提供者和金融衍生品的放大倍数，连同传统的各国央行基础货币投放以及商业银行货币乘数，都成为了货币流动性的来源。

显然，过去五年资本市场牛市的引领者是新兴市场国家，但是直接驱动因素却是美国和日本所主导的全球低利率和信用扩张所造成的货币流动性过剩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在新兴市场经济迅猛增长和全球货币流动性过剩的双轮驱动下，在过去五年里主要资本市场的上涨，远远超过了历史上任何一次资本市场阶段性的涨幅。现在看来，五年牛市是否能够持续还要看以下四个因素：一是美国次贷危机的发展，以及其所造成的全球货币和信用收缩的状况；二是日本货币政策的可能变化，以及对全球货币流动的影响；三是新兴市场及发达国家的实体经济增长率有没有实质变化；四是全球资本市场的绝对估值水平。

美国27年负债增长模式的终结

次级按揭贷款以及范围更广的资产证券化是过去几年里美国最重要的金融创新之一。它使美国上千万中低收入家庭，甚至贫穷人口，在没有良好信用记录和不需要首付的情况下，就可以从金融机构取得贷款、购买房子——而危机爆发以后“埋单”的却是全球金融机构。次级按揭债券及相关金融创新是美国利用外国资本、消耗海外财富来维持本国消费增长模式所能发挥到的“极点”。

金融机构之所以愿意提供次级贷款，一是对房地产长期看涨，贷款有房产抵押保证；二是能够通过把贷款证券化转移风险。不仅贷款者自认为可以转移风险，那些购买证券化资产(ABS和MBS)的金融机构，也可以把这些资产根据不同的收益率、违约率，进行分档、打包、做补丁、请保险公司担保、争取到较高的信用评级，再加上一定的发行费用和利润率之后，做成不同层级的CDO(有抵押的债务债券)、CDO2、CDO3，以及SIV(结构投资工具)等金融产品，即便是持有CDOs的金融机构在需要短期融资时，还可以发行ABCP(资产支持的商业票据)，取得低成本资金再做其他投资……这种金融创新产品和金融衍生品的相关体制，对于改善美国居民的住房条件和推动美国经济繁荣发挥了重要作用，但是这个当时看起来很伟大的金融创新，也为之后的危机埋下了伏笔——一旦前端地产价格下跌，违约率提高，后面所有的相关产品都会加上各自的杠杆倍数之后大幅下跌。

在多米诺骨牌效应下，随着次贷危机将不断扩散和蔓延，已经浮现出来的数千亿美元的金融机构资本金损失和上万亿美元的美国地产财富蒸发，再加上各自的乘数，这将可能形成巨大的信用和货币收缩效应。

而美国的汽车贷款、信用卡贷款虽然没有像地产贷款那样有几倍、几十倍的杠杆放大效应，但是其在各自领域的信用扩张过程中甚至更不谨慎。比如很多美国学生在购买汽车时不但不需要首付或很少的首付款，甚至还可以享受零

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利率。至于一个人持有多张不同银行的信用卡肆意借债消费甚至投资的现象更是司空见惯。一旦经济衰退、失业率上升，这些领域的违约率将提高，也会进一步造成金融机构的资本金损失，并引起更严重的信用和货币收缩。

美国的各大评级机构对次贷危机起了推波助澜的作用。在ABS或者CDO发行时，评级机构给出了AAA或者其他较高的级别。当次贷危机发生以后，评级机构迅速调低评级，迫使持有这些证券的金融机构在产品级别被调低之后必须要卖出，从而引发更多的投资者竞相抛售的局面。

另外一个问题是金融机构亏损和披露不透明。由于非公开挂牌交易，次按债券引发的亏损信息披露完全不透明，各金融机构风险拨备的情况并不能完全反映实际的亏损状况。实际上存在多少亏损市场是不知道的，还有多少亏损也没有完全体现在资产负债表中，可能至少要等到2008年中期，甚至年底才能大致看明白亏损总额。如果美国地产价格进一步下跌，违约率进一步上升，那这恐怕还要等更长的时间。

目前，甚至那些为次级债券“打补丁”、提高评级的保险公司，也因为赔付而濒临倒闭；卖方金融机构因为次贷危机所损失的资本金已经高达数千亿美元；买方金融机构(各种共同基金、套利基金)投资次按债券的风险还没有真正体现；美国的各大金融机构在一季度季报中纷纷预提拨备，体现亏损，欧洲的很多金融机构在次按债券上的亏损还体现得很不充分；美国的房地产价格，2007年下跌的地区主要是次按直接相关的中低收入人口居住区，而纽约、波士顿、费城、华盛顿特区等地的房地产价格过去几年涨幅最大，却仅仅在2007年第四季度体现出成交量萎缩的现象，在2008年年初才刚刚开始下跌；欧洲方面，英国的地产价格在2007年总体还是上涨的，但是2008年年初下跌趋势已经开始，而且跌速较快。

在过去五年推动美国地产价格上涨的因素，既不是像俄罗斯那样的社会财富总量扩张、贫富差距拉大、两位数的通货膨胀，也不是像新西兰那样因为大量移民涌入，更不是像中国那样因为经济高速增长、社会财富总量扩张、人口城市化、土地供给稀缺，而是纯粹因为金融创新所带来的“虚假需求”，所以这次次贷危机的爆发对美国的房地产需求产生了“釜底抽薪”的效果，过去五年总体涨幅近60%的美国地产价格将面临三年以上的下跌。以美国房地产总价值二三十万亿美元的规模推算，如果整体跌幅超过20%，直接损失的财富总量就超过五万亿美元。在大约10万亿美元的按揭贷款中，次级按揭贷款已经上升到了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

25%以上，假设违约率为10%，则损失的金融资本就高达两三千亿美元。发行价值高达五千多亿美元的CDO产品的跌幅在80%以上，因此目前金融机构的损失还有待于进一步确认。如果进一步下跌造成总额8万多亿美元的其他房贷违约率提高，则后期可能造成的信用和货币紧缩更是不可估量。由于美国的金融和服务业占了其GDP总量的50%以上，如果金融和房地产市场出现危机，那么整体经济必然会面临衰退。

表面上看由次按金融危机引发的这次衰退是信用收缩造成的消费低迷，经济减速甚至衰退都是阶段性的。但是次贷危机的背后反映的是"全球金融机构借钱帮助美国中低收入的购房者买房子"的美国债务消费模式的结束。

长期以来，美国以巨大的贸易赤字和财政赤字为基础，不仅通过借钱来维持本国的消费，而且通过借钱来维持本国的投资。尽管这个国家的技术创新能力和制度创新能力仍然是全球领先的，其新财富创造能力也是无与伦比的，但是财富总体消耗能力却远远超出了其财富创造能力所能支持的范畴。

目前美国人所采取的退税等刺激消费措施，最终必然将通过财政赤字来解决。降息所增加的是信用和货币流动性，也不是真实的财富。用进一步扩大债务的方式来拯救因为债务过大造成的危机，虽然短期可能维持信心、刺激消费、扩大投资，但是从长期来看，实际上所有的债务要么必须偿还，要么像次级按揭证券一样宣布失去履约能力。次贷及相关金融创新把负债增长的美国繁荣模式发挥到了极点，同时也标志着从里根时代开始的以美元信用的外部扩张和美国资本市场的内部扩张为基础，通过巨大的财政赤字、贸易赤字以及吸引国际资本流入，来推动美国经济发展的模式，很可能难以为继了。

日本加息的必然性

从1990年到2007年，在传统西方经济学理论的指导下，日本政府一直采用不断降低利率的政策来企图刺激消费、刺激投资，以提升本国经济的增长速度。然而，实践证明这种低利率政策不但没有达到预期的效果，反而加速了本国私人储蓄的增长，不但造成日本国内消费长期的低迷不振，还使得巨大的财富和本国资本都被以较低的成本投资到或拆借到美国和亚洲新兴市场等地，以寻求更高回报，由此也造成了本国资本市场的长期低迷。

比如，20世纪90年代初日本的贴现利率一度曾经达到6%，但后来日本央行连续大幅降息，最低时利率已达0.1%。采取降息的理论依据无非是西方经济学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

教科书告诉他们，一旦降息老百姓就会减少储蓄，增加消费，但事实上在日本得出来的效果恰恰相反，可以看到日本的国内消费并没有因为降息而有任何起色；日经指数没有因为降息而上涨；在降息过程中日本GDP增长也一直处于非常低的2%、1%甚至负的增长水平。

为什么会取得这样的效果？这是因为日本在20世纪90年代以后是一个富裕的老龄化社会。比如一个家庭有1000万日元的储蓄，在利息率6%时每年的利息收入是60万日元。日本政府学习了西方的政策，降息促进消费减少储蓄，但是这个富裕的老龄化家庭却发现：当储蓄利息率降低到3%之后，每年的利息收入只有30万日元，为了长期保持储蓄收入和未来消费水平，更为了使退休以后有足够的安全感，他的储蓄总额需要达到2000万日元——结果日本政府越降息，日本的储蓄率不但没有降低反而升高，消费就会越来越低迷。

更严重的问题是，在国内市场不振的背景下不仅日本的企业越来越多去海外投资，而且当日本的利率降到极低的水平时，无数个外资金融机构开始利用它们的融资能力直接或间接地从日本市场拆借资金，然后投资到亚洲、非洲、南美，甚至欧洲。没有人能够计算出来借钱的规模有多大。在全球物价指数不断走高的背景下，一旦日本政府认识到它错误的货币政策实际上没有起到任何积极作用时，开始逐步调高利率将只是时间问题，没有人知道到时会有多少资金流回日本——从2006年开始，日本央行已经两次提高了贴现利率，事实证明这种举措对日本经济的影响是积极和正面的。随着未来全球物价指数的不断走高，日本居民储蓄“负利率”的情况越来越严重，日本加息已经成为了长期必然的选择。而2008年以来日元升值的速度表明，目前日本资金从海外回流的情况正在发生。这种规模越来越大的资金回流，必然进一步加剧全球货币和信用收缩，对美国走出危机以及全球资本市场的走势产生负面影响。

全球股市调整的周期和方式

既然大势可能发生变化，那么全球货币流动性过剩的局面逆转，将会导致资本市场发生多大程度的调整呢？笔者认为，这要看经济增长率和股票市场的绝对估值水平。

受次贷危机的影响，2008年美国的经济增长率估计会降低到1%左右。印度和中国会因为美国需求减少以及本币升值而有所减缓，但仍然能够维持在8%以上的GDP增长率。针对各国的经济增长率而言，相应股票市场的估值水平目前来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看并不算高。比如，代表美国股票市场平均估值水平的应该是标准普尔500指数，现在最新的市盈率是18.61倍。英国、法国、德国等欧洲国家股市的平均市盈率在10～15倍之间。新兴市场国家的估值水平略高一些，印度孟买Sensex30指数是24倍左右，巴西是15倍，俄罗斯只有11倍，中国A股的加权平均市盈率也已经降低到30倍左右。在美国持续降息之后，从未来可能的降息力度上分析——从绝对估值水平上看，当前的全球股市并没有太大的泡沫。

从以上三个因素来分析，虽然新兴市场经济发展势头依然迅猛，但在2008年甚至更长的一段时间里，全球货币流动性收缩的情况一定会发生。尽管受制于美国的政治影响力，日本升息不可能与美国次贷危机的扩散同时发生，但是二者必然会发生一个：如果美国次级按揭风波愈演愈烈，那么全球信用和货币收缩的情况就必然会进一步加剧；如果美国次级按揭风波趋于平静，日本以及欧洲国家就会为了应对通货膨胀而加息，全球货币和信用收缩的状况仍然会出现。“双轮驱动”的全球五年牛市在2008年只剩下“一轮”。也就是说，尽管中国、印度、俄罗斯、巴西、中东和非洲资源出口国的经济仍然会高速增长，但是次贷危机所引发的全球信用收缩和货币流动性减少，必将造成大量资金从上述国家(中国除外)的资本市场中撤出。

在过去100多年的资本市场发展历史中，主要资本市场平均每五年左右，就会重新选择一次方向。像美国这样长期繁荣的经济领头羊，在过去100年里面，大的繁荣时代一共有3个阶段：第一个是1917年到1929年，12年的繁荣时代；第二个是1946年到1965年，19年的大牛市；第三个大繁荣的时间最长，是从1980年一直到现在，将近27年的繁荣时代。在这三个阶段之外的历史时期虽然比不上日本股市最近15年的漫长下跌，但也基本上没有什么好的表现。即便是在上述三个大的繁荣时代，平均每隔五六年也会有一次方向的重新选择。比如1987年的股灾单日跌幅达到26%，重新走上牛途之后，在1996年到1997年也经历了长达一年多的争论和彷徨，然后选择了继续上涨。而到了2001年，则迎来了网络股泡沫破灭，纳斯达克从2000年3月最高的5049点一下子跌到2001年9月的1423点。而像日本这样的连续近二十年经济超低增长的国家，其资本市场在漫长的下跌途中也是平均每几年就选择一次新的方向。从20世纪80年代末期经济泡沫破裂开始，日经指数从40000点以上一直下跌到1993年前后的20000点左右，然后长达五年在20000点上下挣扎，在亚洲金融危机之后下跌到15000点以下，之后跟随美国股市短期上扬又跌到2003年的10000点附近，其后才开始了全球步调一致的五年牛市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从证券市场本身的周期性运行分析，全球股市正处在需要重新选择方向的重要时间窗口——此时爆发的次贷危机和全球通货膨胀率走高，标志着长达五年的全球牛市盛宴很可能阶段性地结束了。但是这一次牛市结束所带来的调整，是在证券市场估值水平相对较低的背景下发生的，因此不太可能发生像1987年股灾或者2001年网络股泡沫破裂那样的市场风险，而是将迎来至少一年以上的缓慢调整。问题是，新兴市场也需经过调整，才能继续走上牛市道路。而次按风波所引发的美国经济衰退和金融危机，所结束的有可能就不仅仅是资本市场的牛市了，还可能意味着美国过去27年财富增长模式和空前经济繁荣的结束——从今往后，美国经济可能将在长期的“滞胀”中蹒跚前行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场失灵，政府应有所作为

2008年6月对中国是个很特殊的月份，四川汶川大地震震撼了全国和全球人民的心，而当时的中国经济也处在一个重要的转折点。在全球经济深陷金融危机步入衰退的阶段，中国政府当月居然还出其不意地宣布上调存款准备金率1个百分点！复杂的社会形势、衰退的经济、错误的政策彻底摧毁了中国股市的信心。本文是在股市单日暴跌6.5%的第二天接受新浪网的访谈。五年后的今天，我们再把这篇访谈献给在股市上无所作为的决策者！

主持人：滕总，今天大盘重挫192点，跌幅是6.54%，两市近千只个股跌停。首先请您对今天的盘面做一个简单的陈述。

滕泰：盘面就不做评述了，因为跌多少点，个股这些东西，你刚才已经统计过了。从今天盘中下跌的氛围以及前一段的过程来看，感觉中国股市走到今天，已经有点像股灾的特点了。

主持人：您觉得这就是传说中的股灾？

滕泰：中国人大部分人都没见过股灾，因为中国股市发展到今天也就是十几年的时间，无论是投资者还是我们的监管部门，还是政府的领导，还是我们的经济学家，都只是在教科书上读过1929年、1987年其他国家的股灾，但具体股灾是什么，谁也不清楚。但是我个人认为，是不是股灾应该有这么几个标志。

第一个标志，比如说一般的股灾爆发都是在前一阶段出现比较大的泡沫，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比如说1929年的美国股灾，比如说1987年的美国股灾，经过十几年的上涨，累积了一定的泡沫，然后在泡沫破灭以后短期迅速下跌，甚至崩溃。中国从2007年10月份，尤其是2008年上半年以来的这一段下跌，已经有这样的特点。

第二个标志，如果说爆发股灾，它应该会出现整个市场泥沙俱下的过程，整个市场里面完全丧失了价值的标准和估值的标准，它是一种非理性的下跌。按照中国当前来讲，我们10.5%左右的GDP的增长率，又比如说百分之五点几长期国债的收益率，加上6%左右的风险溢价，推算出来中国市场的合理市盈率应该是在25倍到30倍之间。当市场氛围好的时候，供求关系资金踊跃的时候，应该定位在25倍到30倍，各方面不确定因素增多的时候，可能在20倍到25倍之间是合理的。但是现在我们很多股票市盈率已经跌到20倍以下，一大批蓝筹股的市盈率(PE)只有十几倍，还有少数的股票，也有不少都跌到十倍以下，这就说明我们这个市场已经迷失了估值的标准了，已经出现一种非理性的下跌。

第三个标志，尤其是股灾的中期进行到一定阶段以后，所有的经济方面、政策方面、理论方面的一些积极的因素全部都会被市场忽视，所有负面的因素、不利的因素都会被市场放大。现在来看中国的市场也有这种性质。

第四个标志，真的到了股灾阶段或者是市场崩溃的阶段，机构投资者会行为失控，没有估值标准，没有行为的统一标准了，很多基金公司应该有他们统一的投资理念，基金也有它的契约，但是在过去几个月来，很多基金公司，比如管理10个基金，五六个基金，有的仓位百分之六七十，有的仓位百分之三四十，都乱了，不敢管了，行为失控。理论界集体失声，很多分析师在2007年泡沫的时候，比如说在三季度以后，4300点以上，当时我也发表过言论，我认为4300点以上就是泡沫，尤其是2007年7月份以后，我一直认为这个市场是非理性的。在那个时候很多分析师是助推这个市场，说这个市场股票应该值多少钱。跌到这时，实际上很多股票已经低估了，他们反而不敢讲话了，这是理论界和分析师失声，机构投资者失控，而政府采取一点点救市措施没有效果之后也没有方向了，政府失语。所以，机构投资者行为失控，理论界和分析师失声，政府失语，这也是诱发最近这几天，尤其是端午节以后，市场非理性暴跌的原因，很多股票的跌幅已经超过30%、50%，这种市场显然是非常不正常的。

综合以上谈的四个标志，也许我们一直在谈的股灾，今天很多中国的投资者见识到了，可能我们当前的市场就是传说中的股灾，也许过5年、10年以后，教科书里再编股灾案例的时候，就会把现在我们面临的情况拿出来做案例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主持人：滕总，您刚才在讲股灾的时候，也把这段时间大跌的原因讲了。这种大跌以及这种传说中的股灾，会对市场带来什么严重的后果呢？

滕泰：中国的资本市场能够发展到今天，成果来得不容易，同时资本市场到现在发展了将近1500个上市公司，也极大地支持了中国经济的发展。但是当资本市场是一个小市场的时候，比如说1996年的时候，也曾经跌过，2001年的时候也曾经跌过，它没有对中国的实体经济和整个经济形势形成负面的冲击。但是在经过股权分置改革以后，中国的资本市场逐渐迎来了全流通时代，市值由5年前的几万亿到现在流通市值将近七八万亿，整个流通市值20万亿，最高的时候30万亿，与GDP的规模相当，甚至超过GDP的规模，这时如果爆发资本市场比如持续大幅度的下跌，甚至是短期的信心崩溃，就有可能跟前几年的影响不一样了。1929年美国经济危机曾经把美国的经济影响得很坏，1987年的经济危机也曾经对它的实体经济造成影响。中国的政府之所以对资本市场还不够重视，就是因为前几年股市下跌的时候，哪怕跌得很厉害，但整个宏观经济没事。但是以前没事不代表现在没事，也不代表以后没事。当资本市场发展壮大以后，就会对实体经济产生面比较宽的影响。

主持人：滕总，现在这种大跌的市场氛围下，作为机构投资者或者是分析师、政府，它们分别都应该做一些什么呢？

滕泰：作为分析师来讲，不管是证券分析师还是关注金融市场的理论工作者，应该坚信我们的理念，当有泡沫的时候，你不应该跟着瞎忽悠，去助长泡沫。当市场达到超跌的局面的时候，分析师应该站出来，告诉大家估值标准在哪里。

作为一个投资者，要珍惜自己的财富，不要在市场份额极度涣散的时候盲目杀跌，盲目杀跌既是对自己的钱不负责任，也是对市场不负责任。要坚信中国经济增长的长期前景，要相信中国资本市场的未来有一个长期美好的前景。

作为政府而言，作为监管机构和货币政策机构而言，我们认为应该爱护资本市场，在该出手的时候确实应该出手。尤其是最近这一周的下跌，显然跟中央银行在出其不意的时候以超乎市场预期的幅度加了1%的存款准备金，有密切的关系，这时不管遇到什么重大措施，资本市场应该是我们宏观经济里边非常重要的一部分，资本市场的政策也是经济政策的一个重要的组成部分，出任何政策都要考虑对市场本身的影响。如果资本市场下去了，就拿现在我们的政府或者是货币当局比较看重的通货膨胀而言，实际上资本市场的走势跟通胀有非常密切的关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际上抑制流动性过剩是抑制通货膨胀的重要因素，就好比中国历史上有一个故事叫大禹治水，一方面你可以堵水，同时你也可以疏导它，给它一个出口。像我们采取的措施一直是“堵”的措施，一方面大量的货币流动性改不了，另外又没有出口。2001年到2006年这一段时间里，大量我们的货币流动性都跑到房地产市场上，造成中国房地产的持续繁荣若干年。从2006年年初开始，很多钱全都跑到资本市场上来，造成资本市场的阶段性繁荣，我们的上证综指从1000点最高涨到6000点，使居民财富也迅速膨胀。现在为什么CPI起来了，为什么通货膨胀控制不住？就是因为地产市场不行了，资本市场也不行了，钱没有出口。要么跑到银行里趴着，要么就跑到消费品领域里来。所以，房地产市场交易量持续萎缩，以及资本市场的持续下跌，就是造成当前通货膨胀的重要根源之一。现在治理通货膨胀最有效的办法就是执行繁荣的资本市场政策。如果资本市场出现了牛市，钱从消费品上回来，老百姓重新又开始积极买股票，不把钱存在银行里或者不去乱买东西，通货膨胀就会下来。

主持人：您觉得政府支持中国资本市场发展的话，应采取什么样的救市政策才是比较有效的？

滕泰：在要不要救市这个问题上，大家还在争议，我觉得现在应该抛开这个争议，西方国家在拯救资本市场上从来没有争论过，无论是1929年的股灾，60年代的股市危机，1987年的股灾，还是2001年以后美国的股市泡沫，美联储也好，美国政府也好，从来就没有犹豫过，出手非常坚决，手段非常有效，一直到把这个市场搞好为止。而我们中国作为一个计划经济长期政府管理市场的国家，反而在政府要不要出手的时候比较犹豫。如果真正向西方学，就是在每一次资本市场出现危机的时候，就好比2007年9月份开始美国的次贷危机爆发以后，又好比2008年1月份开始次贷危机演化以后，美联储毫不犹豫地出台了一系列的措施。

最近几天市场为什么跌得这么厉害，最可怕的是政府的沉默，使得老百姓找不到方向，不知道政府在干什么。这种状况下，政府需要坚决地行动。西方国家几百年的历史表明，市场本身有失灵的时候，任何时候市场失灵，政府必须有所作为。当前的资本市场就是典型的市场失灵，估值标准迷失，机构投资者行为紊乱，恐慌性的杀跌，基金流动性的危机等这些状况，都不是市场本身能够解决的。

刚才你提到救市怎么救，有很多措施。首先当务之急股权分置改革前期取得了重大成果，到现在为止应该说不能够否定股权分置改革的历史意义和伟大成绩，如果资本市场就此下去了，崩溃了，股权分置改革还不算成功。现在应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该说股权分置的下半场，有很多大非、小非要减持，对此我们政府已经出现了一系列的措施，比如大宗交易、限制性的规定。但是从资金供给方面还没有解决这个问题。一方面大小非减持的压力被一些人给夸大了。另外，市场确实需要一定的、足够的资金来平衡这个减持压力。到现在为止，中国决策部门还没有组织足够的资金来平衡大小非减持的压力。

这个过程，比如在美国面临大的金融机构有流动性危机的时候，政府可以借钱给他们，采取各种方式，甚至美联储前一段不惜违反它长期以来的法律，给一些投资银行进行再贷款，这在历史上是没有的。中国政府在2005年年底、2006年年初的时候，资本市场在1000点的时候，也曾经给一些金融机构借钱，香港也曾经在1998年亚洲金融危机的时候提供平准基金。

中国政府应把平衡资本市场的供求关系当成一个基本原则和长期不懈的任务来抓，如何应对大小非减持，还需要做进一步的工作。

第二，在制定各项经济政策的时候，要充分考虑资本市场的政策。因为现在流动性过剩的根源解决不掉，钱就必须要有出口。若资本市场持续下跌，老百姓不断地卖股票，卖出来以后买东西，CPI就起来了。所以，执行繁荣的资本市场政策应成为宏观经济政策的重要部分。

第三，政府对资本市场要有自己的表态。在西方国家，美联储的主席经常会出来为资本市场讲话，财政部部长鲍尔森也出来讲话，甚至总统也会出来讲话。到现在为止，我们还没有看到中国政府相关高层的一些人对我们的资本市场发表一个明确的看法，尤其是加存款准备金这个突如其来的政策，一下子打破了投资者整个市场对政策的预期。所以，政策本身要么就不救市，要救市就要有一个连贯的政策流和一个系统的战略。市场本身需要稳定的预期，市场对政策、投资者对政策也需要一个稳定的预期。一个不能忽视的事实是：中国的投资者已经对政策形成了一定的依赖，政府的明确表态甚至比某些具体的措施更重要。

主持人：根据调查，一半以上的投资者现在已经认为政府不会再救市了。

滕泰：这是刚才谈到的这个问题，政府对资本市场自己的角色不能缺位，资本市场是由不同的主体构成的，投资者是一个主体，上市公司是一个主体，监管部门是一个主体，政府的政策也是一个主体，你是一个不可或缺的主体，如果不干事，缺位，是不对的。所以，投资者认为政府不会救市了，那是造成市场下跌的一个主要原因。所以，现在急需要政府出来履行他们应该履行的责任，担当它所应该担当的角色，应该有所作为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调动社会资源，稳定证券市场——设立大小非稳定基金

中国股市从6000多点下跌到2000点，熊霸全球，原因是多方面的。但是最重要的原因还是它成了一个持续的套现市场，数万亿的“大小非”股票在市场上持续卖出，没有相应的资金来平衡，怎么可能不持续下跌呢？如果当时有这个稳定基金，中国股市会跌到当前这种局面吗？

股权分置改革使得A股市场摆脱了四年的低迷，催生了近三年的牛市行情。但是由此产生的大小非解禁问题自2007年后期开始对市场产生压力。同时，2006年开始的大盘股集中发行产生了一大批的限售股，这些也在2007年后期进入解禁期。这两个因素与内、外部经济环境共同作用，A股市场出现了有史以来最快速度的下跌。9月18日证券交易印花税改为单边征收，汇金公司增持工行、中行、建行三家银行的股票，国资委宣布支持央企增持或回购股票三大政策利好出台，由于抓住了影响股市稳定性的关键，因此市场反应强烈，A股市场大幅反弹。但是，此类救市政策只能暂时扭转市场不稳定局面，要根本解决大小非问题还远远不够。据统计，仅2009年、2010年限售股解禁规模为3.76万亿元、3.94万亿元，实际压力为5100亿元、5900亿元。无论从稳定金融市场的角度，还是从稳定证券市场减小对社会和居民冲击的角度，推出应对大小非解禁的稳定措施都尤其必要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政府出资组建“大小非”稳定基金的难点

由政府出面组织类似于“平准基金”的大小非稳定基金，面临着以下几个难点：一是所需资金量大。未来两年大小非名义解禁压力为7.7万亿元，实际压力为1.1万亿元。以最低应对实际解禁压力所需资金来计算也需要1万亿元左右。二是投资期限长。大小非将在未来两年持续解禁，但减持压力的释放可能持续3～5年。解禁高峰过后，稳定基金还需要继续持有以等待市场的逐步回暖，同时由于规模庞大，稳定基金的退出也将是一个缓慢的过程。显然，稳定基金的投资期限要求比较长。三是操作过程复杂。由于大小非本身的敏感性及资金量大的因素，品种和操作时机的选择都会对市场产生极大的冲击。由谁来操作、怎么来操作需要谨慎考虑。四是退出影响大。如果是政府组织的平准基金阶段性地稳定了市场，那么这笔资金撤出，又会带来同目前大小非同样的市场冲击。

“大小非稳定社会责任基金”设立方案

基于前述分析，我们提出设立“大小非稳定社会责任基金”的构想。“大小非稳定社会责任基金”是由政府提供政策支持和启动资金、社会机构为主发起设立并管理的、以大小非为主要投资标的的稳定基金。其设立目标为联合政府与社会的力量，分散运作风险、提高运作效率，在获取长期收益的前提下减小大小非减持对证券市场的冲击。此类基金的设立兼顾经济利益与社会责任，符合中国证券市场健康发展的需要，也与目前社会责任投资快速发展的全球趋势吻合。社会责任投资要求投资资金“在改变世界的同时创造财富”，鼓励投资资金在追求利益的同时担负起社会责任。

该方案的要点为：

一是以基金、券商、信托机构等为主体发起设立。之所以以上述市场化社会机构为主发起设立“大小非稳定社会责任基金”基于以下考虑：第一，此类机构有较强的投资管理能力。经过多年证券市场发展的锻炼，基金、券商、信托机构、私募基金等机构拥有目前国内最充足的专业资源，包括专业经验、投资运作及风险管理机制、人才资源等。由其作为稳定基金的管理机构，分散了政府集中管理在运作方面的风险，有利于提高基金的运作效率。第二，此类机构有较强的发行创新产品的意愿。在目前市场低迷的情况下，资产管理机构面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

临不创新发行难，但创新又很难有实质性内容的窘境，创新普遍缺乏投资品种和投资方式上的支持。以基金为例，目前大部分基金的创新是形式创新，集中在产品设计、投资概念等方面，基本是现有市场架构下的小打小闹。真正的创新应是有利于国民经济发展，有利于投资者利益并顺应市场健康发展趋势需要的创新，如在市场有效性越来越高的情况下推出的指数化投资产品，在社会经济发展阶段由产业社会向知识社会转型时推出的创业投资基金等。目前来看大部分大小非本身是极具长期投资价值的，而投资于这些品种又起到稳定金融市场的作用，这属于有利于证券市场健康发展的实质性创新，资产管理机构应该有相当的意愿发行此类基金。

二是政府提供的启动资金可被有效放大。政府为社会机构设立该等基金提供启动资金。举例：若社会机构发起设立“大小非稳定社会责任基金”，政府按照基金最后募集规模的一定比例提供匹配基金。比如募集规模为100亿元，则政府按1/5比例即投入20亿元来购买该基金份额。在目前基金发行困难的情况下，政府提供启动资金一方面有助于推动机构设立稳定基金，另一方面，政府购买相当比例的基金份额，将利益与投资者绑在一起也有助于提升投资者购买该类基金的信心。而政府则由台前转向幕后，作为稳定基金的投资者只监督投资合法性而不负有投资管理义务，减轻了决策压力，降低了决策对市场的冲击程度。同时，这种方式有利于最大化政府资金的效用。以政府提供1/5启动资金来算，2000亿元资金可被放大到1万亿元。

三是基金运作方式为封闭式，一定时间后可转为开放。封闭式基金有一定的存续期限（如5年），在存续期内不接受申购赎回，但可在二级市场上交易。存续期满后可以转为开放式基金，也可以清盘。封闭式基金具有很多开放式基金不具备的优点：其资金稳定，投资期限较长，可以做一些开放式基金不能做的战略投资；退出机制灵活，可通过二级市场交易实时退出。封闭式基金由于上述优势，天然是“大小非稳定社会责任基金”的适合形态。为了起到稳定市场的作用，政府资金可以承诺在基金运行之初几年及某些市场环境下（如一定折价率水平下）不通过二级市场退出。转开放后，如市场环境好则可以缓慢退出，如市场环境不佳还可以继续申购，通过这个渠道继续稳定市场。这样政府资金的操作空间、退出机制就非常灵活了。

四是鼓励“大小非稳定社会责任基金”通过大宗交易市场购买减持的大小非，当然也可通过二级市场来购买。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“大小非稳定社会责任基金”与平准基金的比较

一是资金来源。“大小非稳定社会责任基金”结合政府与民间资金，政府资金起到启动和保障的作用，主要的资金来自于社会。平准基金由政府主导，对政府资金的需求量很大。

二是运作效率。稳定基金的双重职能是既要稳定市场也要兼顾经济效益。由于“大小非稳定社会责任基金”由不同机构管理，操作上的分散避免了对市场的冲击，能更好地起到稳定市场的作用。其倡导、发起、投资、管理职能分散，政府达到稳定市场的行政目标，管理机构发挥专业资产管理职能，专业化分工会提高资产运作效率。两方面的职能得到较好的统一。平准基金作为单一基金，操作的集中性和敏感性可能会造成为了稳定的操作反而带来冲击的负面效应。

三是运作风险。由于“大小非稳定社会责任基金”的管理主体是基金、券商等社会机构，分散化及专业化运营管理减少了政府主导单一管理的风险。

四是退出机制。由于平准基金为单一基金，其政府主导背景也使得市场敏感度较高，因此退出会对标的品种产生较大的冲击，退出相对来说要难一些。而“大小非稳定社会责任基金”的管理主体不是政府，政府的退出就非常方便，可以选择公开退出，也可以选择非公开地逐步退出，对市场和投资标的的冲击都要小很多。

A股市场估值水平已经降到了历史最低。政府资金通过“大小非稳定社会责任基金”购买大小非，从长期来看亏损的可能性较小，获利的可能性较大。此时建立“大小非稳定社会责任基金”，对于政府资金而言既稳定了证券市场又有较好的经济收益预期，应该说是一举两得的事情。此外，A股市场缺乏真正意义上的长期投资资金，“大小非稳定社会责任基金”的入市将在稳定市场的同时，引导市场建立起长期投资和价值投资的观念，有利于推动A股市场的逐步成熟。对于金融机构而言，则可以承担社会责任，壮大资产管理业务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何超过费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国需要多元化的投资理念

当中国监管者鼓励所谓“价值投资”的时候，了解不了解西方成熟资本市场上，还有多样化的投资理念呢？而价值投资只不过是其中叫作基本面分析派的一个流派，基本面分析派还包括价值投资和成长性投资。当前对于那些盲目崇拜西方，又不了解西方投资观念的监管者，有必要做些知识普及工作。

2008年7月至10月，国际成熟市场的波动明显加强，出现大幅回落；在此之前中国证券市场的波动明显高于国际成熟市场；从日收益率计算的波动率来看，A股市场的波动率为1.7%，远高于美国、英国0.8%～0.9%的波动率；从市场调整的幅度看，即便是到现在，处于国际金融风暴中心的美国资本市场的波动幅度也是远远小于中国证券市场。为什么中国证券市场总是难以摆脱“大起大落”的宿命？什么是当前适合中国证券市场正确的投资理念？

中国证券市场投资理念的演进过程

自20世纪90年代初至今，中国证券市场经历了近二十年的风风雨雨，在为企业筹集资金、推进国企改革、拓宽投资渠道、优化资源配置、提高居民财产性收入等方面发挥了巨大作用。1996年之前，中国证券市场规模很小，投资者以中小散户为主，上市公司以沪深两地的本地股为主，大盘走势波动性极强，当时的投资者基本上没有什么投资理念，市场偏好于投机操作。1996年以后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国证券市场逐渐发展壮大，投资理念也经历了一系列重要变化，大致可以分为三个阶段：投资理念探索阶段、基本面投资渐成主流阶段和投资理念重陷混乱阶段。

（一）1996～2001：投资理念探索阶段

尽管基本面分析仍然不是中国资本市场投资的主流理念和方法，但已经有少量券商和研究机构开始进行规范的上市公司调研，部分证券研究机构也开始按照国际投行的标准来写证券投资价值分析报告，供基金等机构投资者参考。在这种环境中，股本结构、是否拥有概念和炒作题材，以及是否有庄家身影仍是投资者最看重的，但上市公司业绩好坏、是否具有投资价值也开始被少数“先驱”所关注，基本面分析的思想出现了萌芽。

（二）2001～2006：基本面投资成为主流

这一时期的投资理念又可以分为三个阶段，即理性投资阶段、价值投资误区阶段和基本面投资回归阶段。第一阶段是从2001年到2004年。2001年以来，机构投资者不断发展壮大，在价值投资的指引下，市场的投资行为逐渐趋于理性，从过去盲目“坐庄”、“跟风”逐步过渡到把重心放在对上市公司价值的挖掘上，对宏观经济、行业和公司基本面的分析受到机构投资者以及普通投资者的高度重视，最值得中国证券市场的基本面投资者津津乐道的是2003年秋天到2004年春天的“五朵金花”行情，这一时间基本面投资理念深入人心，大行其道。

但是，自2004年春天以来在QFII启动、QDII预期的背景下，缺乏定价权的本土市场沦为拥有定价权的海外市场的附属品。由于过于强调估值水平的国际化，忽略了当时中国的实际情况，硬性接轨导致了投资理念的简单化、教条化。当时同一股票在内地和香港同时上市，投资者将两市市值进行比较“论证”了所谓A股高估的观点，但是当时港股市场和A股市场资金供给状况、风险补偿水平和利率水平明显不同，机械化地套用所谓15倍的市盈率来进行估值，没有价格主导权的市场被迫向海外市场靠拢。这显然是投资者为解释自己的观点在寻找“理由”，这一时期市场整体脱离了第一阶段理性投资的轨道，陷入了价值投资理念的误区。而一些国外投资者反而发现了中国企业的成长价值和独特的品牌优势，比如搜狐、新浪、国美电器在香港借壳上市是50多倍的市盈率，海外投资者比国内投资者对我们的企业更有信心，急切申请QFII额度，踊跃买进。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2005年，随着股权分置改革的不断推进，资产重估成为股权分置之后的重要主题，市场围绕资产重估这一价值主线展开了新一轮价值发现，投资者信心开始逐渐恢复，市场逐渐走出了“价值投资”的误区，从“负泡沫”时代回归到正常的估值水平，基本面投资理念回归到正确轨道。

（三）2007年以来：投资理念重新陷入混乱

这一时期的投资理念也可以分为三个阶段，即非理性阶段、价值回归阶段和混乱阶段。

非理性阶段从2007年年初开始，一直到2007年10月份上证指数创出历史高点。在这一时期，首先，受大盘连续冲高影响，新的投资者不断涌入股市，这些投资者缺乏市场经验，没有形成成熟的估值理念，整个股票市场投机氛围浓重。

其次，投资者除了直接投资股市外，大量的资金还通过基金的形式间接进入股市，市场出现了基金申购狂潮。基金公司为了取得较高的相对排名，采取迎合股市的策略，重仓高收益证券，摒弃了基本投资理念，没有起到应有的估值矫正作用。

再次，分析师在某种程度上也起到了推波助澜的作用。市场上涨的时候，一再地调整参数去迎合市场价格的快速变化，选择股价比较低的品种或者行业投资，也就是在填平一个个所谓的“估值洼地”，循环往复，客观上助推了股价的上涨。这就使市场一次次挑战推崇“价值投资”的投资者的投资理念，导致市场的投资理念出现混乱。

可见，无论是个人投资者还是机构投资者都处于高仓位水平，资产重组和增量资金成了投资分析师调整参数的“理由”，于是资产注入带来的一次性价值被提升，错误地作为股市长期价值增长的“题材”，加之国际投资者也开始描述所谓的“故事”，市场逐渐形成非理性格局。

随着海外市场泡沫的破裂，上证指数在2007年10月17日出现历史最高收盘点位之后，股市开始大幅波动，趋势投资和动能投资积聚的市场风险开始释放，到2008年一季度大盘恢复3500点左右水平，市场重新回到合理的估值水平。这一阶段我们认为是“价值回归阶段”。

2008年5月，市场没有在合理的估值水平上横向调整，反而出现了非理性暴跌的局面，指数的下跌幅度之深、速度之快为国际罕见，至今市场还没有呈现平稳态势，投资者信心处于崩溃，这不得不让人回想起2005年的混乱状态。造成中国资本市场当前估值混乱的一个重要因素来自“大小非”减持，以及相应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的“产业资本主导资本市场定价权”的理论——即产业资本对股票的估值比较低，而传统的基金、保险等金融资本必须放弃原有的估值方法和估值体系，向持有2/3资本市场市值的产业资本妥协，并按照产业资本的标准来给资本市场重新定价。事实上，在所有的西方成熟市场经济中，金融资本都是产业资本发展到一定阶段的产物，当产业资本发展到一定规模之后才在资本市场上市。一旦他们的股权开始在资本市场上市流通，原有的产业资本要么变成了金融资本巨头，要么按照资本市场的定价方法有序退出。遵从理性人的假设，没有一个股东在他持有的股权上市之后还愿意按照上市之前的价格来转让其资产，“理性人”只有争夺对自己有利的定价权，产业资本亦然。因此产业资本与金融资本定价争论应统一于对未来投资回报的预期上。

国际证券市场投资理念的主要流派及分析方法

资本市场的投资理念千差万别，但是基本上可以归纳为四大流派：以基本面为分析工具的绝对价值派，寻找套利机会的相对价值投资派，以随机漫步理论、市场有效理论为基础的指数投资派和以“空中楼阁”理论为基础的技术投资派。各流派在理论依据和估值方法上有较大的差异，在不同时期不同市场受重视的程度不同，从而共同构成了国际证券市场投资理念体系。

对这些流派的理解将会有助于解决什么是中国证券市场正确的投资理念问题。

绝对价值派认为证券具有绝对价值，这个绝对价值是由经济和企业的基本面所决定的。绝对价值派投资者又可分为两类，一是价值型投资者（value stock），重视静态的价值；二是成长型投资者(growth stock)，更看重未来的成长。把价值投资理念和成长性投资理念用现金流贴现模型进行还原，则一个相当于零增长模型，一个相当于考虑未来若干年不同增长率的贴现模型。

相对价值投资者认为一个证券具有绝对精确的价值，但不同的证券在可比的参照系中，会有估值差异，即存在高估和低估的证券，在估值方法上多采用相对估值法。相对估值法是根据财务指标计算其倍数，主要涉及一家上市公司的价值确定与其他市场上同类型公司的价值确定问题。其指标主要有市盈率(P/E)、市净率（P/B)、PEG模型、股票价格/现金流(P/CF)、市销率（P/S)、企业倍数（EV/EBIDA）等，甚至在网络泡沫的时候还出现了点击率等针对网络股的特定相对估值方法。

由于相对估值法强调估值的相对性，并且将这种评估放于当时的市场环

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

境内，随着市场趋势的发展，就可以不断寻找新的参照系进行重新估值，从而发现市场中存在的相对低估公司，只要用适当的指标去比较，即可实现“高买低卖”，形成套利机会。美国很多的对冲基金就是用各种相对估值模型在寻找各种各样的套利机会，如曾经闻名全球的老虎基金就是相对价值套利者的典型代表。

有效市场理论认为如果市场是有效的，则不可能获得超额的报酬，并且如果市场内信息是高度流动的和公开的，则没有人能够确保早于他人得到信息，那么价格就能迅速和充分反映信息的变动。随机漫步理论以市场有效为假设前提，指出金融资产价格的运行是随机漫步的，没有真正的规律可循，没有什么方法能够战胜市场。

指数投资派以有效市场理论和随机漫步理论为基础，强调不选时、不选股，关注股票和市场的拟合度，以经济长期增长为前提进行投资。假设资本市场上买方、卖方都一样聪明，真正低估的证券已经被买入，真正高估的也被卖出，股票的价格反映了它本身的价值，人们不可能战胜市场。但由于经济本身从长期看是增长的，所以只要按资本市场原有行业结构买进有代表性的证券并长期持有是最好的投资策略。

空中楼阁理论鼻祖是凯恩斯。凯恩斯认为股票是没有所谓的价值的，本质上是资金和人们的信念支撑起来的空中楼阁。它沿着一定的趋时和规律波动，随时可能倒塌。在这个“空中楼阁”里面投资，投资的依据不是所谓基本面分析，也不是相对价值套利，而是要看其他投资者的买卖行为——预期别人会买时要提前买入；预期别人要卖时要提前卖出，其中把握好股市运行的趋势和动能（trend and momentum）是关键。趋势投资认为一旦供求关系确定，证券价格的变化趋势就会一直持续下去。而动能投资则基于市场反应不足的假设，推出投资者对新信息的重视程度较低，股价波动平平，而较大的波动却在信息出现过后一段时期发生。

技术分析派以“空中楼阁”理论为基础，将市场行为包含一切、价格向趋势移动、历史会不断重演作为三大理论前提，认为所有股票的实际供需量及其背后起引导作用的种种因素，包括股票市场上每个人对未来的希望、担心、恐惧等，都集中反映在股票的价格和交易量上。早期的技术分析只是单纯的图表解析，亦即透过市场行为所构成的图表型态，来推测未来的股价变动趋势，如趋势线、轨道线、黄金分割线、角度线、K线、甘氏线、波浪线、头肩顶、头

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

肩底等。但因这种方法在实际运用上，易受个人主观意识影响，而有不同的判断。为减少图表判断的主观性，市场逐渐发展一些可运用数据计算的方式，来辅助个人对图表型态的知觉与辨认，使分析更具客观性，如相对强弱指标（RSI），随机指标（KD）、趋向指标（DMI）、平滑异动移动平均线（MACD）、能量潮（OBV）、心理线（PSY）、乖离度（BIAS）等。

在西方成熟资本市场，多元化投资理念并存。而中国监管者鼓励的所谓“价值投资”仅仅是多种投资理念中的一个分支，当前阶段，应该向那些完全不了解西方资本市场又盲目崇拜西方资本市场的监管者普及一下投资理念的基本知识。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国股市的暴涨暴跌模型

由于我国资本市场发展时间尚短，投资者相对不够成熟，股市在很长一段时期都难逃暴涨暴跌的宿命。不了解这个特点而盲目学习什么“长期投资、买入并持有”的所谓巴菲特策略，难免遭受损失。

中国股市的暴涨暴跌格局

1996年以来股市进行了四次大调整，由表1可以看出这四次暴跌，从时间上看，平均时间为22.5个月，从空间上看，平均振幅为51.56%，最高振幅为80.31%，最低振幅也达到了33.48%；由表2可以看出四次暴涨，平均时间为9个月，平均振幅为121.14%，最高振幅达到249.40%，最低振幅为39.38%。可见，A股市场整体呈现大起大落、剧烈波动的格局。

表1　1996年以来股市的四次暴跌

	调整阶段	指数跌幅	振幅
第一次	1997年5月～1999年5月	从1510点至1025点	24个月33.48%
第二次	1999年6月～2000年1月	从1756点至1285点	6个月36.64%
第三次	2001年6月～2005年6月	从2245点至998点	48个月55.80%
第四次	2007年10月～2008年10月	从6124点至1729点	12个月80.31%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表2 1996年以来股市的四次暴涨

	调整阶段	指数跌幅	振幅
第一次	1996年1月～1997年5月	从677点至1510点	12个月131.06%
第二次	1999年5月～1999年6月	从1025点至1756点	2个月39.38%
第三次	2001年1月～2001年5月	从1285点至2245点	12个月64.70%
第四次	2006年10月～2007年10月	从1768点至6124点	12个月249.40%

股市暴涨暴跌背后的哲学和认识论根源

（一）传统定价模型的局限

传统价值论作为经济学的基础理论之一，诞生于工业社会早期，从认识论上看正是牛顿理论的鼎盛时代。牛顿认识论的典型特点是机械论、决定论、还原论。经济学价值论一直没有摆脱牛顿认识论基础。传统价值论的共同特点是认为任何资产都可以孤立地定价，而且有一个由其本身内涵决定的价值，价格只能围绕价值进行波动，而且这种价格波动是由某种规律事先决定的，最终还应该还原到其价值的本来定位。前文所述的各种定价模型，基本上沿袭了牛顿物理学的模型构建方法，其研究方法和研究目标也停留在以机械论、决定论、还原论为典型特征的牛顿时代。

（二）金融资产与实物资产相比，价值规律的差异性和特殊性分析

从差异角度分析，对于一般消费品而言，由于有确定的投入产出关系、供给需求关系、因果变化关系，因而具有相对稳定的价格；对于金融虚拟资产而言，由于其供求关系、投入产出、因果关系等规律同“硬商品”完全不同，因此其价值有不可确定性因素。

在资本市场，供给方和需求方的界限模糊，“空头”和“多头”存在即时可转换性。一个“多头”的参与者，在瞬间可以变成“空头”；而预计卖出的投资者也可能改变决策进行买入。由于其供给和需求曲线不确定，投资者企图完全根据所谓供求关系来确定价格十分困难。

就投入产出关系而言，金融虚拟资产基本上不存在确定的物理投入产出构造。

就因果关系变化而言，在资本市场，“是投资者的信心带来了增量资金，还是增量资金带来了信心”的争论一直存在，上涨本身常常成为上涨的理由，下跌本身常常加速下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与牛顿物理世界的客观财富不同，金融虚拟资产的价值更多带有主观性的特点，正如相对论之后的测不准原理所证明的：一个微观粒子的质量永远测不准，因为测量结果受测量者的影响。不同的人测量时，或者在不同的时间测量时，由于测量者本身所带能量不一样，测量结果也不一样。金融虚拟资产也如此，其价值受到人们主观认识的影响，并非是纯客观的。不仅效用因人不同而无法测量，经济载体的交换价值也因为发生在经济系统的不同部分而千差万别。

正因为金融虚拟资产的价值规律具有上述特点，所以仅仅依靠传统的价值论和认识方法来分析中国资本市场与中国实体经济相脱离的大起大落宿命的原因是不够的。

从金融资产价值运动规律的特殊性上看，传统模型告诉投资者要分析金融资产的基本面，可是股票的价格并不是纯粹因为基本面决定的。任何投资者都是影响金融市场波动的参与者，有实力的投资者必定会对金融市场施加影响。索罗斯把这种功能叫作参与功能或操纵功能。如果不能把参与功能或操纵功能考虑到资产估值模型中，那么所有的估值模型最终都会证明是失败的。

事实上，金融资产受到物价、货币、利率、相关商品供求关系、人们的价值观念等的影响——由于无法像牛顿定义绝对空间、绝对时间和绝对运动一样，为商品定义绝对的参照物，因此它们的价值只能是相对的。经济学各流派都想确定自己的绝对价值论，但是却没有意识到，在某些领域，绝对价值原本就是不可能找到的。人类主观认识变化对金融虚拟资产价值的影响远远大于其“内在价值”的波动。对于金融资产的定价，重要的不是定义绝对的精确的价格，而是确定其价值参照系、价值波动区间、价值分布规律。在确定的参照系和价值波动区间内，金融资产价格既可能是周期性地回归系统均衡，也可能是阶段性发散地，进行单向运动，其价值不是一个点，而是一个“域”。

中国股市的暴涨—暴跌模型

（一）暴涨—暴跌模型的假设前提和核心理念

古典经济学家简单假定市场参与者的决策是基于对事实的完全认知，而对于虚拟经济的参与者，完全认知和独立决策是不符合事实的。暴涨—暴跌模型正是以经济相对平稳、行为人知识不完全且相互影响为假设前提，即在实体经济相对稳定的条件下，市场参与者的认知会脱离相对稳定的实体经济，在不完

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全理解的基础上采取行动，并且在某种错误理念的引导下进行自我强化和自我瓦解，进而解释市场为什么总是脱离传统的均衡状态，出现暴涨暴跌。

暴涨—暴跌模型可以大致分为五个时期：朦胧期、理性期、非理性期、回归期、混乱期，五个时期循环运行，就构成了暴涨—暴跌模型。其中朦胧期对应的股市通常为波动状态，市场投资理念也处于交替探索时期，各种投资理念纷至沓来，试图主导投资潮流；在探索的结论逐渐明显时，便步入了理性期，理性期的股市通常有较为明显的运动趋势，但整体走势相对平缓；非理性期，即暴涨（或暴跌）期，是参与者受到某种错误理解的影响，对市场的反映出现偏差，不仅会背离均衡水平，而且会在背离之后进行自我强化，进而导致暴涨（或暴跌）；之后泡沫破裂将逐渐进入回归期，市场估值水平趋于正常状态；但回归期并非均衡区域，市场将进行深度调整进入混乱期，或称暴跌（或暴涨）期，此时投资者要么信心崩溃，要么过度疯狂，是一个自我瓦解的过程，这与非理性期的特征很相似，也是暴涨—暴跌模型所致力于解释的时期。市场不会在理性期和回归期进行长久停留或者均衡调整，而是会进行深度的超涨和超跌，进入非理性期和混乱期，从而导致股市的暴涨暴跌。

（二）中国股市与暴涨—暴跌模型的拟合分析

1）假设前提拟合分析

对于暴涨—暴跌模型的理论前提之一经济相对平稳，中国显然符合，这一点在前一部分已经进行了分析，而对于另一假设前提——行为人知识不完全且相互影响，可以从股民、分析师、机构投资者的不成熟特征和投资理念应用等方面进行拟合分析。

从股民来看，中国证券市场发展历史较短，而且一直难以摆脱大起大落的宿命，老股民在“大落”中成长，新股民又在“大起”中拥入，从而整个市场在每次波动中都会呈现出不成熟的特征，新股民不成熟的主要表现就是没有自身稳定的投资理念，产生“羊群效应”，相互影响。个人新增开户数在2007年出现猛增，平均每月增加户数为312万户，而2006年平均新增开户数仅为25.5万户。个人新增开户数和平均市盈率、两市总市值的走势存在着较大的同步性，在一定程度上助推了股市的暴涨暴跌。

从分析师来看，分析师对估值方法的前提条件和应用范围不够熟悉，不仅严重受到西方估值理论、周边市场估值模式的影响，而且在同样的经济基本面背景下还自我影响，不断主观地调低或调高估值参数，忽略了如国家的实际利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率水平、资本市场的风险补偿标准、企业成长状况、企业的盈利模式等本土因素，如2007年中国资本市场研究报告常用30倍的市盈率进行个股估值；而2008年的研究报告却给同样的股票用20倍或15倍的P/E来估值，得出更低的估值水平，这表面上似乎是价值投资或成长性投资理念，实际上是没有理念、没有估值标准的表现。另外，前文提到机构投资者受到行业竞争的压力，过度关注相对收益，导致相互影响，相互模仿，在牛市时，比建仓数量，不顾市场风险追求更高收益；在熊市时，比减仓数量，忽略投资价值只求保本少亏。

从估值方法来看，在西方很多相信价值投资、成长性投资、指数化投资理念的投资者都倾向于长期持有股票。而在中国绝对价值投资缺少稳定的参数，相对价值投资成为追涨上跌的理由，指数投资成为短线波段套利的工具，技术投资成为指导投资行为的主流，各种投资理念都沦为“趋势投资的辅助工具”。

指数化投资在成熟资本市场是典型的长期投资人的选择，在中国由于缺少真正的长期投资者，而且绝大部分人都自以为比别人聪明，所以指数投资基金的规模过小，而且大机构常常成为利用指数短线波动投机的工具，结果没有像西方的指数基金一样成为稳定市场的力量。而寻求绝对价值投资者往往没有真正的估值信念，随市场趋势主观调整贴现率和风险补偿率；寻求相对价值的投资者，由于缺乏相应的双向操作工具，只能进行“高”时买、“低”时卖的单向操作，从而助推了股市的暴涨—暴跌。甚之，中国不但拥有全球最大的“技术派”投资者，而且那些所谓的基本分析派也都每天盯着以“乾隆”为代表的技术分析工具。绝大部分成熟市场的投资者主要的工作时间都在看新闻、财务报表和研究报告，而中国的投资者看股票价格变化和趋势图标的时间，远远大于阅读财务报表的时间。可以设想，如果强行给股神巴菲特的办公室里安上“乾隆”、“大智慧”之类的技术分析和报价交易工具，而且强迫他学会什么KDJ、MACD、黄金交叉、缺口、量价关系等技术分析工具，巴菲特很快就会加入中国股市里追涨杀跌的行列。

可见，股民、分析师、机构投资者的不成熟特征和西方成熟投资理念在中国应用误区使得暴涨—暴跌模型的“不完全反映且相互影响”假设前提得以成立。中国股民、分析师、机构投资者的决策均是建立在“不成熟”的思想反应之上，每一方都没有自身稳定的投资理念，各方相互影响。

2）核心理论的拟合分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据上文论述，中国股市呈现出暴涨暴跌格局，对于此次股市波动具体拟合分析如下：

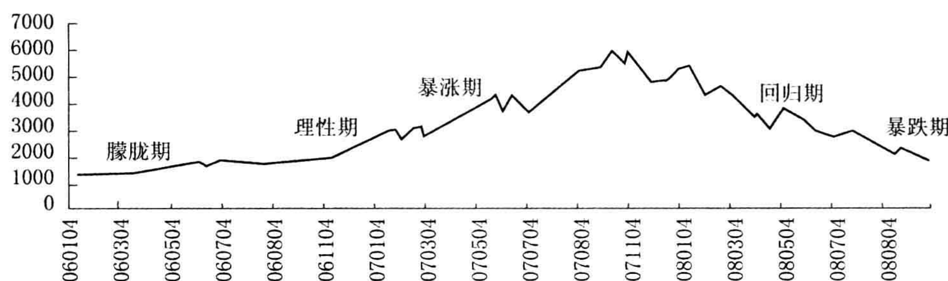


图1 2006～2008年上证指数走势图

如图所示，自第三次调整结束之后，2006年上半年又重新处于朦胧期，股价出现小幅波动；到2006年下半年和2007年年初处于理性期，价值投资理念占据主流，市场平稳上行；之后出现了暴涨，历史高点出现在2007年10月17日，指数达6036点；随后股市开始大幅波动，市场风险开始释放，到2008年一季度大盘恢复3500点左右水平，市场重新回到合理的估值水平；但并未在均衡区域调整，反而出现深度下跌，进入暴跌期。可见，中国股市不仅符合暴涨—暴跌模型的前提假设条件，而且实证检验也满足暴涨—暴跌模型的周期性规律。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次贷危机的启示：救市宜早不宜迟

本文写在2008年年底，文中指出：资本市场不可能不影响实体经济，不要期待证券市场自己恢复均衡，更不要相信“自由市场政府不能干预”的鬼话。这篇文章还旗帜鲜明地指出：拯救资本市场宜早不宜迟，出手越晚，经济付出的代价就越大。可悲的是，呼吁没有用，代价付出那么多，决策层仿佛还没有引起重视。

刺激内需、稳定经济，不能忽视虚拟经济对实体经济的作用，而且短期最有效措施恰恰就是稳定资本市场。恢复资本市场信心的关键在于政府启动资金，化解“大小非”减持压力。政府可以出四万亿救经济，也可以出四千亿救股市。但具体方式上到底是政府的集中管理的“平准基金”好呢，还是“大小非社会责任基金”好呢？

针对西方国家经济衰退和中国经济硬着陆的风险，在短期连续三次下调利率之后，中央政府又迅速出台了一系列积极的财政政策。这些灵活审慎的政策措施，长远来看必将发挥有效的作用。然而，由于政策的“J曲线”时滞效应，短期内还很难达到刺激内需的效果。要迅速稳定信心、启动内需，不但不能忽视虚拟经济对实体经济的作用，而且短期最有效措施恰恰就是稳定资本市场。造成中国经济增速下滑的主要原因是预期变化。同样是面临证券市场下跌和实体经济增速大幅回落，西方人普遍认为是证券市场泡沫破裂冲击了实体经济，造成欧美经济衰退；而中国人则更多地认为是中国实体经济不行了才造成股市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下跌，仿佛股市对实体经济没什么影响。正是基于上述认识差异，西方国家面临实体经济零增长的可能，却投入大量资金拯救金融市场；而中国人在资本市场暴跌了70%以后，却从实体经济入手，为了保证8%的GDP增长而启动大规模的财政投资。事实上中国的资本市场同西方的资本市场一样，都是先于实体经济而调整，并且是造成实体经济增速下滑的主要原因之一。

在中国居民可支配收入仍然在高速增长的背景下，中国消费水平原本没有理由下跌。唯一可能造成消费下滑的原因就是证券市场下跌造成的居民财富缩水。美国的资本市场2008年10月份的暴跌能够把居民消费信心指数降低到1967年以来最低点，中国的资本市场蒸发掉数万亿财富也不可能不削弱居民的购房、购车、高端消费能力。

统计数据表明，除了地产销售量下降、汽车等大宗消费品销量下降、珠宝等奢侈品销售量下降、高端旅游和航空销售额下降之外，中国其他的大部分消费品的零售额都在增长，甚至全社会商品零售总额名义增长速度依然在20%以上。也就是说，到目前为止，消费还不是造成中国经济下滑的主要原因，而且结构性的消费下滑主要就是因为股市暴跌引起的。

就出口的外需拉动作用而言，中国2008年1至10月份的名义出口增速同比仍然近20%（以人民币计价并剔除物价因素的出口增长速度小于10%），而且8月份、9月份、10月份中国贸易顺差分别是265亿美元、293亿美元、352亿美元，连续创出单月历史新高。这就表明，出口对中国经济的影响到目前为止仍然主要是一种预期影响，而且这种预期变化的根源也在于西方金融危机。

实际上造成经济下滑的最重要的变化发生在投资领域。由于货币政策的持续紧缩和资本市场融资功能丧失造成企业投资能力下降；资本市场下跌造成居民大宗消费品需求下降、房地产交易萎缩，进而影响到厂商投资意愿；西方国家经济衰退预期造成出口预期变化，进一步造成出口企业投资意愿大幅下跌……上述各种“预期”因素造成上游原材料需求大幅萎缩、很多钢厂被迫停产、大部分电解铝企业处于净亏损状态、用电量下降——经济下滑就是这样从企业投资意愿下降开始的，主要原因则是资本市场下跌造成的预期变化！

恢复资本市场信心扭转预期的关键

历史上各国的中短期经济周期，形成的原因无非是货币信用扩张和收缩周

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期、存货周期、设备投资周期、地产（置业）周期、证券市场周期，等等。所有以上造成经济周期的因素，都与预期有关。如果不能迅速扭转预期，很多原本很好的方面都会逐渐变坏；而那些原本“可能”变坏的因素都会变成现实。比如，虽然中国的消费总额仍然在上升，而且本来还应该继续上升，但是一段时期以后，当预期变化、投资意愿下滑、上游企业工资下降、出口企业就业下降之后，中国城镇居民消费能力就真的会下降！

又比如，虽然西方国家经济衰退目前影响到高端消费品，而并未减少中国的低端制造业产品消费。但是随着人们对西方经济衰退认识的强化，出口企业大量减产，预期中的出口下滑也会变为现实。

而证券市场不仅综合了所有预期因素，而且在货币政策和财政政策无法克服“时滞效应”的前提下，必然产生“金融放大器”的作用——只有调控资本市场，迅速扭转预期。

恢复资本市场信心的核心是解决“大小非”问题

2008年的中国资本市场的确面临着国外金融环境不稳定、国内经济增速下滑等负面影响，但是这并不是造成中国资本市场如此低迷的根本原因。面对2009年人们可以预期的数据是3%以下的CPI，3%以下的一年期定期存款利率，8%以上的GDP增长——如果把这样一种数据放到美国，美国的资本市场一定会沸腾！然而在中国的资本市场，目前已经有近300家上市公司的股价跌破了净资产！这岂是基本面能够解释的？

2009年、2010年，理论上限售股解禁规模分别为3.76万亿元、3.94万亿元。据预测，实际的“大小非”减持压力也至少为5100亿元、5900亿元。如此规模的“大小非”减持压力，自然会造成中国资本市场供求关系长期失衡，而且仅仅靠市场自身力量无法化解。

无视“大小非”对资本市场的影响无异于“掩耳盗铃”，因为这些“大小非”不会从人间蒸发、自己消失！恢复资本市场信心的关键在于政府启动资金，动员社会资源，化解“大小非”减持压力。

股市稳定基金vs大小非社会责任基金

政府可以出四万亿救经济，也可以出四千亿救股市。但具体方式上到底是政府的集中管理的“平准基金”好呢，还是“大小非社会责任基金”好呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由政府出面组织类似于“平准基金”，面临着以下几个难点：所需资金量大，投资期限长，由谁来操作，怎么买，买什么，将来如何退出等问题。而鼓励基金管理公司、证券公司等金融机构发起募集“大小非社会责任基金”，政府出钱购买，并鼓励、带动其他社会资源一同购买的操作办法，则更具有现实操作性。

经过多年证券市场发展的锻炼，基金、券商、信托机构等机构拥有专业的投资队伍可以保证投资的效率，严格的资金托管机制可以保证资金的安全，较强的产品创新意愿可以壮大资产管理业务，广泛的客户基础可以放大“大小非社会责任基金”的规模。假设政府宣布用2000亿元稳定资金来认购金融机构的“大小非社会责任基金”，至少可以放大到5000亿到1万亿元。在当前中国资本市场严重低估的情况下，无论是政府资金，还是其他购买“大小非社会责任基金”的投资者，长期来看都将获得丰厚的收益。

更重要的是，只有通过“大小非社会责任基金”这种方式，政府启动资金才能够通过逐个考察、择优申购的方式渐进式入市，并且可以通过考核管理人业绩，常规性申购管理优秀的、赎回管理业绩不好的——当申购和赎回成为一种常规行为，即使政府资金逐步退出，也不会对市场造成明显的负面冲击。

次贷危机的启示：救市宜早不宜迟

在次贷危机刚刚开始的时候，无论是美国经济学家还是伯南克等政策决策者，都无数次重复“次贷危机是局部的危机，不会演变成金融危机”，当全球金融危机爆发之后，又说“这只是金融危机，不会对实体经济产生影响”。结果，这些良好的愿望都已经成为泡影。

金融是经济的血液，一旦血液循环慢下来，怎么可能期待经济稳定快速地运转呢？如果等到资本市场的血液不再沸腾，等到整个金融的血液不再流动，这个时候你输入再多的流动性，经济还是要承受巨大的代价。

次贷危机给中国资本市场的一个重要启示就是：资本市场不可能不影响实体经济；在面临“次贷”或“大小非”问题时，不要期待证券市场会自己恢复均衡，更不要相信所谓“自由市场政府不能干预”的鬼话；既要刺激实体经济，也要关注虚拟经济；稳定金融市场是恢复信心的关键——拯救资本市场宜早不宜迟。出手越晚，整个经济付出的代价就越大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发展中国外币资本市场，实现多重国家战略目标

20世纪90年代初期，中国B股市场的建立，曾经引起全球资本市场的高度关注，一大批境外证券经营机构都是在B股市场的吸引下，首次在中国内地设立了办事处。然而亚洲金融危机后，B股市场逐渐被边缘化。如今的中国已经从资本短缺的国家发展到拥有3万亿外汇储备的国家。与其走出去买资产，为什么不能让海外企业到B股上市，在家门口搭建一个外币交易的国际化资本市场呢?

从中国的发展阶段分析，贸易顺差可能还要持续5年左右，我国将长期面临着外汇储备逐年增加的国家财富管理难题，而且还将间歇性地承受输入货币流动性过剩、造成国内经济失衡的风险。为了解决外汇投资和对冲外币流入，我国既需要减少国家机构在对外投资过程中受到的西方政策限制，也需要探索资本项目有限制可兑换的有效过渡措施，鼓励民间力量购汇投资——培育和发展中国外币资本市场，把国外资产引进来，可以同时推动上述多重国家战略目标的实现。

解决外汇投资场所是实现经济外部均衡的关键

如果在长期贸易顺差的背景下，没有外汇投资场所，所有的贸易盈余都将以外汇储备的形式被中央银行购买。而央行为购买外汇所发行的人民币如果不能走出国门而只在国内流通，则必然造成中国国内的货币流动性过剩，进而造成通货膨胀、资产泡沫、存款人贫困化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007年的资产泡沫和通货膨胀很大程度上就是因为长期被动购汇、过度投放人民币造成输入性通货膨胀。2008年、2009年，全球央行都在应对金融危机中，中国出口大幅回落，因此长期输入货币流动性过剩、央行基础货币投放不能由本国主导的问题被阶段性地忽视了——一旦西方国家金融再杠杆化开始，中国出口恢复增长，人民币被动投放还将开始，到时候我们的扩张性货币政策的退出并不能由本国主导。

为了解决央行被动购汇、丧失基础货币投放自主权、避免用内部经济失衡的成本去承担外部经济失衡的代价，就需要多个相反的制度安排，能够让中央银行释放外汇储备，并对等地回收人民币流动性，因此必须打通中国外汇投资渠道、解决中国的外汇投资场所问题。

“走出去”买资产vs把国外资产“引进来”

同样从资本不足发展到资本盈余和资本输出阶段，200年前的英帝国是通过海外移民、海外投资、海外殖民地来实现的；美国是通过跨国公司全球投资、金融机构海外扩张、共同基金全球投资来实现的；“二战”以后的欧洲、中东、日本等国则通过形成欧洲美元市场、石油美元、亚洲美元等境外美元市场，同样解决了居民和企业海外投资的渠道和场所。

中国目前已经成为资本盈余国家，然而，由于国际金融主导权、意识形态、国有经济主体等原因，我国却无法复制英、美等国家由跨国公司主导的海外直接投资和金融机构主导的海外信贷扩张战略；由于国内基金公司缺乏海外市场运作经验，QDII投资效果不佳；中国投资公司、央企在收购海外资产和资源的过程中，也不断受到外国政治保守势力的阻力，每一步海外战略投资举措，都会掀起很大的波澜——因此中国需要创新性的制度安排，来解决上述问题。

在“二战”以后欧洲崛起的过程中，作为金融领域的附属品，出现了欧洲美元市场；在20世纪60年代以后日本和亚洲新兴市场经济崛起过程中，出现了亚洲美元市场——外汇盈余都在企业和居民手中，区别于中国的央行持有。

显然，如果在一个特定历史阶段内，一国对外投资是不可避免的，由政府机构、企业、居民都可以购汇对外投资，比单纯由国家机构对外投资更容易实施。而在当前发展阶段，对于中国企业、居民的投资能力而言，在“家门口”建立一个外币资本市场，吸引全球的企业到本国外币资本市场上市，可以缓解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费 任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国家机构走出去收购资产和股权的压力——既要重视“走出去”，也要创新性地“引进来”。

B股市场是现成的中国外币资本市场，需做大做强

B股市场已经是现成的境外美元、港元投资场所，只需要明确其发展方向、给予相关的政策支持，发展壮大，就可以发展成中国外币资本市场。

假设B股市场能够吸引大量海外企业前来上市，大量外国政府前来发债，中国投资公司、中国央企、中国的B股投资者就可以在家门口购买海外资产了。为了把B股市场发展成中国外币市场，政府应继续鼓励中国国内有用汇需求的企业、中国境内的中外合资企业、外资独资企业在B股市场上市的同时，强化上交所、深交所B股主管部门的力量，或分离出来成立专门的B股交易所，在全球范围内，进行宣传推广，吸引全球的优质企业到中国B股市场上市，吸引并鼓励外国政府和企业到B股市场发行外币债券……

为了做大做强B股市场为基础的中国外币资本市场，政府可以鼓励中国的基金公司发行B股投资基金，国内投资者用人民币购买B股证券投资基金，由B股基金向外管局购汇投资B股；规定并逐步扩大企业、居民、投资基金投资B股的购汇额度，并规定B股账户购汇只能“专汇专用”投资B股市场。当然，中国投资公司也可以在B股市场购买本国企业或外国企业的债券或股票。

把B股发展成中国外币资本市场，既解决历史遗留问题，也有很多有利条件：

90年代初期，中国B股市场的建立，曾经引起全球资本市场的高度关注，一大批境外证券经营机构都是在B股市场的吸引下，首次在中国内地设立了办事处，专门研究并经营B股业务。10多年前，B股市场每一次新股发行都按照国际惯例，在国内和国际投资银行的安排下进行全球路演。不仅如此，B股上市公司的信息披露制度和会计计算办法从一开始就与A股市场不同，完全依照国际惯例进行设计。

在亚洲金融危机后，B股市场已经被边缘化。事实上，B股市场发展到今天并不是因为这个市场本身不能作为，而是因为战略方向不明。与B股市场成立时不同的经济背景是，中国经过短短十几年的发展，已经从资本短缺的国家发展到资本过剩的国家。现在中国需要的已经不是外汇融资的场所，而是外汇投资的场所。那么，把B股市场发展为中国外汇投资的场所，既有金融技术基础，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

又能够解决资本项目有限制可兑换的问题，同时有利于多重国家战略目标的实现。

成为人民币国际化和资本项目有限制兑换的过渡措施

人民币国际化战略有两个绕不过去的难点：一是必须解决资本项目下自由兑换，二是必须通过资本项目或经常项目下逆差向海外投放人民币。

把B股市场发展成中国外币资本市场可以作为解决资本项目下有条件可兑换的试验田。只要自由兑换的外币在B股市场上流通、交易，总体上仍然在国内监管范围内，既可避免国家资产的失控、流失，也可避免热钱对中国经济的冲击。

在经常项目长期顺差的背景下，资本项目逆差最好让海外企业在A股上市募集人民币——这在当前还不现实：无论是监管要求、国内企业对人民币的融资需求、对外资热钱的进出控制都会给中国带来很大的风险。把B股市场发展成中国外币资本市场，第一步先鼓励国内居民、投资机构，甚至中国投资公司等企业在B股市场投资，吸引国外优质企业和资产到中国上市融资，既解决外汇投资场所的问题，又为将来完全开放资本项目积累经验，为人民币国际化做好战略准备。

发展中国外币资本市场的优势与难点

缺乏国际化资本市场的管理经验和金融竞争优势是该方案的主要难点和操作风险。目前真正能吸引全球优质企业去上市的只有美国和英国。此外全球化程度较高的还有欧洲的德国、法国、荷兰交易所，以及中东的迪拜交易所，以及新加坡、日本、韩国、中国香港等区域性的资本市场。尽管新加坡交易所、日本交易所、韩国交易所都在亚洲到处宣传，希望吸引其他国家的企业到本国交易所上市，但实际上仍然只是吸引了亚洲的部分外国企业。香港由于受到大陆的支持，相对发展较快；新加坡吸引中国企业上市也有文化渊源上的原因。

与上述国家相比，我国发展外币资本市场独特的竞争优势在于交易货币的品种：国外企业到日本上市只能筹到日元，到新加坡为新元，到香港是港元，而到欧洲则是欧元——只有中国上海B股市场从建立开始就是以美元交易的，无论从国外企业的筹资需求货币来看，还是从我国所拥有的主流外汇品种来分析，都具有其他国家资本市场不可比拟的货币优势。

方案的难点在于：中国虽然具备像美国那样发展成全球化交易所、吸引外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国企业上市的经济背景，而且从国家战略上为了与美国、印度等国竞争长期必须要走这一步，但是从当前的管理能力、操作能力上还有巨大的金融技术差距。如何迅速吸引大批澳洲、非洲、中亚、中东、拉美的企业到中国B股市场上市或发行政府债券，甚至吸引美国、欧洲的企业到中国B股市场挂牌（CDR）交易，面临着较大的金融技术挑战。为了避免最初建立的交易冷清，减少投资者的投资风险，可以首先从吸引亚洲、非洲等国的国家和地方政府、企业到中国B股市场发行美元债券开始，逐步扩大品种规模。

此外，对前来上市的海外企业的监管、信息披露要求、分红要求、研究咨询管理、国内金融机构和投资者出境调研管理等，也需要积累经验，逐步探索。

长期来看，一个国家从制造业优势、贸易优势向金融优势转化是不可回避的发展问题。中国作为一个正在崛起的大国，培育自己的外币资本市场，平衡国际收支，提高外汇投资收益，推动人民币国际化和资本市场国际化是未来国家竞争战略的重要组成部分。以B股市场为基础，培育、发展外币资本市场，虽然面临着很多难点，但是只要下力气推动，既可以解决短期外汇投资的场所，也有利于国家的长远战略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市政策应成为宏观政策重要内容

2008年金融危机，美国选择向金融系统注入大量流动性资金，以资本市场的复苏作为经济复苏的排头兵；中国选择4万亿投资计划，通过放松银行信贷、大规模投资建设带动经济回升。两国的选择反映出对资本市场在宏观经济中作用的差别，股市的作用一直没有被中国管理层充分重视，结果交出了“十年零涨幅”的尴尬答卷，数万亿投资者的财富被蒸发，中国经济所受影响如何估算？

重视股市涨跌对居民消费和民间实业投资的影响

资本市场涨跌，是金融扩张与收缩的重要形式，也是影响经济周期波动的一个不容忽视的主要原因。因此，以股市政策为代表的资本市场政策，应该与财政政策、货币政策一道，成为宏观调控政策中必不可少的组成部分。

股市运行取决于宏观经济状态已是常识，但是股市对宏观经济的影响力往往为人所忽视。这一机制在成熟市场的表现较为明显：2009年二季度，西方经济呈现出突然的复苏势头，美联储前主席格林斯潘发表文章，认为当年从3月到6月全球股市的意外上涨是造成西方经济意外复苏的主要原因。他说，股市新增加的12万亿美元股权价值，显著地改善了企业和金融机构资产负债表，使他们有能力去投资和扩张信用。格林斯潘还认为，股市不仅仅是经济的领先指标，有时候是主要驱动力。

目前，中国股市仍处在“新兴加转轨”的发展阶段中，其运行对宏观经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的影响虽未及成熟市场，但也不能低估。总体而言，我国股市运行对消费和投资行为的影响已经显现，且势头正在明显加强。这一机制表现为：从消费角度看，牛市时正向的财富效应显现，居民的消费意愿提高，消费行为也随时变强，熊市时则相反；从投资角度看，牛市时企业估值较高，甚至高过重置成本，实业投资者倾向于新建企业，所以民间投资旺盛；熊市时则因收购股权成本低于重置成本，新建企业不如买企业，所以民间新增实业投资往往大幅减少。

在我国，刺激居民消费、鼓励民间投资、扩大内需对经济增长的作用不仅早已成为学界共识，也是经济政策的长期目标。而在实现这个目标的过程中，往往既拿不出更有效的措施，却又忽视股市的作用和股市的作用机制——这不能不说是一个很大的遗憾。

因此，从股市对扩大内需的影响看来，宏观调控政策应该纳入积极的股市政策。

重视股市对资金流动和物价房价的影响

为了调控物价和房价，政府采取了很多总量紧缩措施，比如加息或加存款准备金率。可是每次加存款准备金率所冻结的资金不过3000亿元左右——而这些紧缩措施到底是“抽了谁的血液”还不确定：是抑制了房价、物价，还是抽了股市的血液？是抑制了消费还是减少了投资？是抑制了房地产需求，还是减少了中小企业可获得的信贷？

显然，我们不仅要关注货币供给的调控，更要关注货币需求和货币流向的变化。比如过去十年，广义货币供应量高达81万亿，可是其中约六成货币都没有流入实体经济，而是分别被房地产市场、资本市场、央行、商业银行所吸收。其中资本市场累计净吸纳货币资金高达9.6万亿元，房地产市场累计吸纳资金8.9万亿元，央票累计净回收资金4万亿元，还有24万亿元的存贷差额分别闲置在中央银行或商业银行。其中，股市对资金流向的影响波动最为剧烈，比如在2007年流入股市的资金高达5.15万亿元，而在2008年股市净流出资金亦高达2.48万亿元。由此可见，资金流入流出资本市场，对货币等宏观环境的变化，会远远超过某些政策杠杆的影响。

既然资本市场是创造和吸纳货币的重要场所，那么如果忽略资本市场，宏观政策的预期效果就难以确保。一般而言，在一轮熊市后期或牛市前期，股市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会大量消耗来自实体经济或地产市场领域的资金，从而有利于抑制房价上涨，降低通胀压力；而在牛市后期和熊市初期，大量资金从股市流出，则容易推高房价和物价水平。

在当前阶段，如果能够实施积极的股市政策，适当引导资金流入资本市场，就会有利于抑制房价上涨，并减小物价上涨压力；反之，如果房地产资金向实体经济流动，就不利于物价稳定。

重视发挥股市的“财产性收入”功能

既然无论长远还是眼下，都有必要实施积极的股市政策，那么我们工作的重点，就是要把握好积极股市政策的抓手。而积极股市政策的实现，必须依托于牛市行情。

从全球资本市场的发展规律来看，资本市场的改革、发展，乃至大部分市场功能的发挥都必须依托于以牛市为表现形式的资本市场阶段性爆发式增长。长期没有牛市，一切都无从谈起。只有大牛市的现实存在，才会吸引大量资金流入、机构投资者才能蓬勃发展、证券经营机构实力才能显著增强、股市融资功能才能维持并显著提高；反之，过于漫长熊市，一定会滋生出很多问题，抑制资本市场和经济的发展。

过去两年，我国股市筹资额连续名列全球第一，涨幅和回报却落后于全球主要资本市场。未来五年，我们只拟定了上市公司数量增长80%的基本目标，却没有认真思考投资者会得到怎样的回报。如果不对投资者负责，谁来支持资本市场融资目标的实现？所以，仅仅看重股市的融资功能是不够的。在当前阶段，平衡资本市场供求关系、适当放缓融资节奏，才能从宏观上为投资者回报提供可能性并创造条件。

党的十七大提出要提高居民财产性收入，就股市而言，落实这项政策的关键在于融资功能的发挥不应超越阶段性的股市承受能力，同时应采取措施，稳定投资者预期，大力引导长期资金入市。

当然，积极股市政策的外延应更宽泛，还可以涵盖债券市场、期货市场和金融衍生品市场。如果资本市场政策成为“十二五”宏观经济政策的重要组成部分，它还能在进一步推动产权改革、完善要素市场、改善公司治理结构、乃至推动并购重组和经济“转型”过程中，发挥更重要作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在全球货币争相贬值的年代，你最好站在货币的对立面，而站在货币的对立面却有多种方式：做债务人低成本使用别人的钱？买房子？买黄金？投资大宗商品？在周期的不同阶段，它们的保值增值功能各异，一旦你掌握了周期的规律，财富增值一点也不难……

large business cycle

第六章

楼市、黄金、大宗商品，谁领风骚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大宗商品价格将继续下跌

2008年8月，国际大宗商品价格虽然从高位回落，但幅度十分有限。本文从经济增长及需求情况、美元汇率走势、国际政治影响及资金流动的角度，结合石油、铜等大宗商品的供给和需求弹性，明确预测铜和石油价格将继续下跌。事实证明，那一轮铜价从8000多美元/吨下跌到4000美元/吨以下，石油最低跌到每桶70美元以下。目前虽然上述大宗商品价格已大幅回升，但是再也没有回到本文发表前的水平。多年来，按照本文分析框架把握大宗商品价格总体是有效的。

正如供求基本面的变化加上资金流入、美元贬值等因素促成了上轮历史上最大的牛市一样，全球经济衰退导致大宗商品需求减缓，加上目前政治经济环境的不利，将导致上轮商品牛市的结束，因此全球大宗商品价格阶段性拐点已经出现。

全球经济增速放缓

从2007年9月开始的次贷危机严重打击了美国经济，欧洲、日本以及其他新兴国家等在危机的传导机制下发展速度均出现了不同程度的放缓，影响了全球商品特别是能源、工业品的需求。

次贷危机重创美国经济。目前美国经济形势不容乐观。2008年7月美国两家大型房贷公司又出现大幅亏损，另外一家银行破产，使得次贷危机对美国经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济形成了新一波的冲击。同时令股市下跌，经济前景暗淡。从就业、消费与工业生产的情况分析，目前仍处于衰退的边缘。加上高油价导致的通货膨胀压力加大，进一步使用宽松货币政策刺激经济的余地不大，而伊拉克战争导致的财政赤字扩大，也限制了财政政策的可能性，因此，预计美国经济年内仍将徘徊在衰退边缘。欧洲经济受到拖累。美国次贷危机导致的经济疲弱以及高通胀逐渐传导至欧洲等地区。英法德三国的工业生产在今年以来快速下降。特别是二季度以来，德国工业生产快速下降；而法国、英国工业生产同时进入负增长时期，表明在美国经济下滑半年以后，欧洲经济也开始进入下降期。在工业生产快速下滑的同时，英法德三国消费情况不佳。法德消费半年以来一直增长乏力，而英国6月份零售销售月率以1986年以来最快的速度下降，降幅达到3.9%。在全球高油价与物价上涨压力下，消费信心受到抑制。欧元区7月服务业和制造业活动指数加速下滑，商业预期指数降至1998年以来的最低水平。欧元区7月制造业产出指数降至46.9，为2001年来最低水平；新订单指数也处于7年最低点，表明该指数不可能很快上升。欧元区7月RBS/Markit服务业采购经理人指数(PMI)降至5年最低48.3，6月该指数为49.1；欧元区7月RBS/Markit制造业采购经理人指数跌至47.5，6月为49.2；经济学家预期为48.7；指数低于50表明经济处于萎缩状态。

新兴经济体受影响。新兴经济体中的印度、俄罗斯通胀水平超过了10%，不得已采取了加息等紧缩措施。更为重要的是中国经济回落、消费疲软的影响正在显现。7月份的中国制造业采购经理指数（PMI）为48.4%，这是自2005年1月以来PMI指数首次回落到50%以下，而制造业是大宗商品需求的主要行业，中国的需求对全球大宗商品市场至关重要。

供求关系出现重要变化

随着大宗商品价格的暴涨，相关资本开支的增加已持续很长一段时间，这将带来供给的增加；而全球经济经历2002以来长达5年多的黄金增长期以后，次贷危机的影响将导致美欧经济放缓与新兴经济体经济调整，进而抑制需求。在供给增加与需求放缓的大背景下，大宗商品牛市的经济基础已经不再。以石油为例，随着有关勘探与开采资本开支的大幅增加，石油的供求关系将在今年开始逆转。2006年全球石油总供给为311.76亿桶，全球石油总需求为309.30亿桶，供大于求2.46亿桶。2007年全球石油总供给为311.47亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

桶，全球石油总需求为312.75亿桶，出现了1.28亿桶的供需缺口。但2008年目前情况看全球每天供应已经大于需求51.6万桶。然而对于OPEC和俄罗斯而言，每天增加100万桶是非常容易的，因此，原油的供求状况未来可以说是基本平衡，小幅过剩。

总之，在经济增长放缓和油价大幅上涨的共同作用下，全球石油需求下降，在技术进步及勘探支出增长的情况下，全球石油供给增加，目前全球原油供给基本平衡，进一步向上操纵油价变得越来越困难。再看铜，中国的铜需求已经占到全球的约1/4，中国需求是上轮牛市得以延续的最重要原因。但为了抵御通胀，2007年以来中国政府采取了多种宏观调控措施，这使得宏观经济开始降温以及下游企业对铜的采购意愿受到很大影响。2008年1～6月，中国的铜表观消费增速只有约3%，较2007年30%以上的增速大幅回落；最新的中国PMI指数显示中国的制造业景气度大幅下滑。所以我们判断中国的铜需求将恢复到一个合理增长水平，预计2008年中国铜需求的增速约为8%。就西方国家而言，其铜消费的50%用于房地产市场，但受美国次贷危机的影响，美国、欧洲、日本的房地产市场遭受重创，新屋开工面积已经较长时间维持负增长，房地产市场的低迷严重拖累国外铜需求，我们认为发达国家的房地产市场短时间内恢复景气的可能性较低，我们判断中国外的市场铜消费难以增长。另一方面，长达6年的牛市及丰厚的利润预期，牛市后投入铜矿开采领域的资金开始发挥效应，2007年开始新增的铜矿产能已开始增加，估计2008年、2009年的新增铜矿产能都在100万吨左右，增幅达到5%以上。不过，虽然新增产能较多，但我们仍认为铜的供应难以实现大幅增长。主要原因是铜矿供应的集中度较高（前5大厂商占比50%以上）、铜矿品位的下降以及成本的上升都使得铜矿供应的损失量维持高水平（实际产量与计划产量的差额）。我们认为未来两年的铜供应有望实现3%～4%的稳定增长。

美元反转大宗商品价格回落

我们的研究结果表明，美元对欧元汇率低估32.5%，美元将阶段性走强助推大宗商品价格回落。自1999年欧元正式问世以来，欧美经济基本面相差不大，以GDP增长率看，9年来美国的GDP增速年均高出欧元区0.6个百分点，以CPI衡量的通货膨胀方面，9年来美国累计通胀水平仅比欧元区高出7.5个百分点，在劳动生产率方面，以欧元区劳动生产率最高的德国为代表，美国劳动生产率9年来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

累计高出5个百分点。从长期的角度看，购买力平价决定了汇率的长期均衡汇率，欧元对美元的汇率未来将向着由购买力平价所决定的均衡汇率水平靠近。也就是说，未来欧元对美元的汇率将要大幅向下修正，由于欧元在美元指数中占据决定性权重，加之在国际商品价格调整中，商品货币的汇率水平也将下跌，相信美元指数将会上涨，未来三年美元兑欧元将上涨14.9%～30%，美元反转将助推大宗商品价格回落。

政治因素抑制商品价格持续走高

进入21世纪之后，随着石油价格从10多美元一桶持续上涨到2008年的147美元一桶，全球财富的分配出现了明显向中东产油国倾斜的状况。如果这种状况持续下去，在美国、欧洲、中国等国家的军事力量显然比中东强势的背景下，全球财富结构背后的暴力和强权均衡原则就会被打破。结果要么早晚会爆发新的石油战争，要么石油价格以和平的方式跌下来。正是出于这个原因，在油价超过100美元，并加速上涨到147美元的过程中，2008年7月8日的G8峰会集团领导人发表一项声明，对国际市场大宗商品价格、特别是石油和粮食价格的大幅上涨表示"强烈关注"，称其加大了全球通货膨胀的压力，对全球经济的稳定增长构成了"严重的挑战"。八国集团领导人呼吁有关各方采取具体行动应对油价飙升。八国集团领导人在一份声明中说，石油生产国应确保透明稳定的投资环境，以吸引更多投资帮助其提高生产能力。而原油消费国应进一步采取措施，提高能源利用效率和推行能源多元化策略。G8的声明是一个明确的信号，表明大国不再容许以石油为代表的大宗商品价格继续暴涨，操纵油价的垄断势力正在成为众矢之的。与G8声明相呼应的是美国对大宗商品价格暴涨的一系列调查措施、限制措施，以及中国对大宗商品市场的干预等。

美国的情况值得一提。在高油价与通胀不断攀升的情况下，为取悦选民，民主党控制的国会已经开始采取行动打压油价。美国参议院民主党议员于7月下旬投票批准旨在抑制能源市场上投机活动的一项立法列入议程。这项立法要求美国商品期货交易委员会限制原油和天然气期货市场上的投机性交易，还要求能源市场提供更多报告以防止操纵市场行为的发生。另外，继布什总统要求美国国会通过开采近海石油决议之后，民主党候选人奥巴马也表示，未来或采取释放战略石油储备的手段以压低油价。这表明，作为大宗商品龙头的石油，以后将面临更大的压力。农产品方面，也体现了发展中国家与发达国家之间强权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均衡。7月下旬进行的世贸组织多哈回合谈判，因中印与美国之间的尖锐对立而破裂。美国一直要求富国和穷国均开放农产品国内市场，但是包括印度在内的很多成员国都要求美国首先改革其农业补贴。由于无法在特殊保障机制上达成一致，谈判最终破裂。由于中国、印度粮食自给自足率较高，以及维护粮价稳定的决心，操纵国际粮价的企图必将被挫败。

资金撤出商品市场

美国发生的次贷危机导致部分资金从商品市场撤出，进而使商品价格近期出现一定幅度的回落。在美国国会与舆论的压力下，CFTC近期对原油、农产品等市场持仓头寸开展了一轮严格调查，并对商品市场中的投机行为采取了较多限制，对操纵市场的行为进行了更为全面的预防措施。在市场监管部门严格查处下，众多之前存在于各商品中的投机多头资金陆续撤出，NYMEX原油市场中的投机净头寸一改前几年连续净多的局面，目前已经转为净空状态。监管层的打击，也是大宗商品转势的一个信号。从CFTC公布的原油持仓数据来看，每一次净多头寸的急剧萎缩都伴随着原油价格回调。自2008年3月份以来，净多头寸占总头寸比例由近7%持续下滑至6月中下旬的0.54%左右，为2007年2月以来最低水平，而总持仓也仅仅维持在133万左右。净多头寸与原油价格走势出现背离最终反映到原油盘面上，近日原油开始展开调整。7月以来，美国的原油基金持仓结构连续四周更转为净空，分别为净空0.364、0.066、0.555和0.913万手。这表明，非商业性石油交易商（比如对冲基金等投资者）已改变了一度看涨油价的投资策略。大型石油交易商SemGroupLP7月份提交破产申请，并在当月已清空石油期货头寸。从基差结构看，无论是原油或汽油，其价差结构走向与价格走向呈现了较为明显的反相关特征。但在5月份之后，NYMEX原油、汽油合约远月合约由贴水转为升水。期货市场结构由负基差转变为正基差，基差结构与价格走向开始背离。正基差结构表明，市场看空。

综上所述，以G8峰会对石油价格的声明为标志，在经济放缓、供求关系逆转、美元反弹、政治干预的影响下，投机资金开始撤离大宗商品市场，价格开始了深度调整。尽管市场可能仍有反复，但我们认为，由于大宗商品的供需关系开始逆转，以前支撑大宗商品暴涨的经济、政治、资金等因素已经发生了变化，未来的大宗商品将以下跌为主。未来三年，石油的运行区间将逐波回落到每桶80～120美元，铜价的运行区间则会回落到每吨5500～6500美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大宗商品供给价格弹性和需求价格弹性都很低，这就是说，无论是供给还是需求，对价格都不敏感，而这正是导致其价格大幅波动的根本原因。供求方面出现微小的不均衡，都可能诱发很大的价格波动。

2008年大宗商品的供求关系发生重要变化：美国次贷危机恶化导致美欧经济放缓与新兴经济体经济调整，使得牛市基础发生动摇。此外，美元走强助推商品价格回落，资金流出更使其雪上加霜，上周五，NYMEX10月原油合约再度大跌6.59美元（5.4%)，收报114.59美元/桶。预计未来三年，石油的运行区间将逐波回落到每桶80～120美元，铜价的运行区间则会回落到每吨5500～6500美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三论人民币和黄金是全球最有升值潜力资产

早在2005年11月，笔者发表《人民币与黄金为最具升值潜力资产》一文，2006年1月发表文章《再论人民币和黄金是全球最有升值潜力的资产》，从全球货币体系的角度论证了黄金价格必然上涨，并建议央行增持黄金储备。之后虽然中国央行并未增持，国际金价却从400多美元上涨到1100美元/盎司。本文发表后，国际金价从1100多美元一路上涨到1900美元。如今，又到了重温这三篇文章，投资黄金追逐财富梦想的时刻了。

全球货币体系遭遇两大难题

当前全球货币体系面临的两大难题，一个是美元、欧元的特里芬难题，一个是人民币国际化难题。

所谓特里芬难题，以前发表于2010年6月29日《中国证券报》，发表时题目被中证报编辑改为《国际储备资产调整潮推高金价》。只是针对美元而言：为了使美元走出美国，美国必须开动印钞机、创造信用货币，免费购买其他国家的货物，或者到其他国家投资，前者会造成美国的经常项目逆差，后者会造成资本项目逆差。作为国际货币，世界经济和贸易的发展必然导致对美元需求的不断增长，要满足这一需求，美国必须保持扩大国际收支逆差，结果导致美元贬值；如果美国维持国际收支平衡以稳定美元币值，就不能满足国际经济交易对美元的需求，世界经济将陷入通缩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欧元的崛起改变了美元独大的局面，使欧盟也具备了“开动印钞机买别国货物或资产”的资格。同样，欧元也将必然遭遇特里芬难题：要么欧盟扩大逆差、欧元贬值，要么把国际货币发行更多地让给美国，否则世界通缩。

短期来看，欧洲债务危机会造成欧元贬值和美元强势；长期来看美元的强势也不能维持。

欧盟27国经济差异和政策协调的难度，远远大于欧盟刚成立时的15国时期。欧洲未来几年只有1%左右的经济增长率，这会弱化人们对欧元的信心。欧洲债务危机彻底暴露了欧盟经济的脆弱性，为了应对危机所采取的各国财政紧缩和欧元增发势必进一步降低欧元的购买力，再加上美国对欧元的刻意打压，未来三至五年欧元将长期低迷不振，兑美元汇率甚至可能跌到1∶1的水平。

美国经济已经结束了里根时代开始的长达25年的经济繁荣长周期，目前的复苏仅仅是金融恢复造成的传统经济复苏，新的长期经济增长动力并未出现。连续20多年的持续贬值已经使全球认清了美元的本质，虽然人们依然接受美元进行国际经济结算，但是前些年因为持有大量美元储备而遭受巨额购买力损失的国家和金融机构，在储备资产配置上会越来越谨慎。欧元的危机并不能使美元恢复以前的全球霸权地位。

在两大货币遭遇特里芬难题的背景下，国际货币体系多元化是全球金融稳定的内在要求。如果美元和欧元的扩张不可持续，其他国家又没有足够的经济实力和增长速度来担当这一角色，客观上就迫切要求中国的人民币进一步国际化来承担这一重任。所以人民币国际化，不仅有利于中国，而且是全球经济稳定的迫切需要。

然而，人民币国际化也面临着短期无法解决的困局：如果人民币要投放到其他国家，要么中国通过人民币购买其他国家的货物，要么购买其他国家的企业或海外资产，前者要求中国经常项目逆差，后者要求中国资本项目逆差。可是中国现在经常项目和资本项目都是顺差，顺差的结果：不但人民币不可能投放到国外，而且中国持有的外币反而越来越多。

所以全球国际货币体系面临的两大难题一是美元和欧元的特里芬难题无法解决，二是人民币限于中国对外顺差而无法走向全球。这种国际货币体系的困境一方面会推动人民币加速升值，直到中国出现逆差，另一方面会由于各国金融资产配置调整，造成黄金价格持续上涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国际储备资产调整惠及黄金

通常，国际货币发行国的央行资产都是以本国国债为主，背后是本国强大经济实力的保障，国际货币发行国会选择拥有黄金等战略储备资产作为货币信心的保障。其他国家央行和金融机构则在本国国债、国际货币和黄金等战略资源之间确定资产配置。

每一次国际货币体系的不稳定，各国央行和金融机构都会调整资产配置。2002年以后各国央行和金融机构都开始大量储备欧元，短短的几年之内，在全球任何一个角落的商业银行都可以兑换到欧元，结果造成欧元价格从最低时的0.82美元最高上升到1.62美元。这一次欧元危机，势必引发全球央行和金融机构新一轮的资产配置调整。

对于金融机构而言，黄金才是信用货币真正的对立面，各国金融机构在寻求保值资产的过程中，黄金从来都没有被忽视。目前欧元区各国央行的黄金储备超过10000吨，美国长期保持8000吨的黄金储备。而中国和日本却仍然以货币从属国的地位持有数万亿的美元、欧元等外币储备，各自的黄金储备只有1000吨左右，分别占各自外汇储备的1%左右——亚洲经济大国的这种战略储备结构不仅是本国金融体系的薄弱环节，也是亚洲乃至全球货币体系不稳定的因素。

布雷顿森林体系倒闭以后，黄金价格从每盎司35美元上涨到850美元；2002年美元贬值开始，黄金从每盎司300美元上涨到1100美元；而这一轮欧元危机才刚刚开始，黄金就从每盎司900美元升到1260美元——如果欧元兑美元汇率下跌到1∶1的水平，黄金价格有可能会上升到每盎司2000美元以上。

2008年国际金融危机爆发后，美国大举借债，债台高筑，却未出售一克黄金。欧洲一些国家如德国、法国也是黄金储备量比较大的国家，在金融危机中尽管遭受巨大冲击，不但没有出售黄金，反而增持黄金。俄罗斯、阿根廷、南非等国多次在国际市场上增持黄金，印度不但在市场上收购黄金，还一次性从IMF手中购进巨额黄金，中国央行则通过收购国内黄金而使央行黄金储备5年增加了近一倍。

尽管把大部分外汇资产换成黄金也不可能，但是国际货币发行国没有一定的黄金储备却是万万不能的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
你向我们推用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人民币国际化是必由之路

人民币国际化不仅仅有助于解决美元和欧元的“特里芬难题”，也是中国综合国力发展的必然要求——不但能使中国企业在国际贸易中减少汇率风险，而且能让中国获得国际铸币权，也可以像欧洲和美国那样，开动印钞机，买别国的东西。

从长期来看，如同美元在成为国际货币过程中对英镑升值三倍以上，德国马克和日元在成为国际储备资产过程中也曾对美元升值三倍以上一样，人民币走向国际化的过程中，其对美元的汇率，两年内会突破1∶6，10年内必然突破1∶4——这是绝对购买力平价和中国经济高速增长的内在要求。

一个值得研究的问题是，升值应该在人民币国际化之前完成，还是留到国际化以后完成。在资本项目开放和人民币国际化之前控制人民币外流，并完成升值，可以保证中国在人民币国际化之后具有强大的国际购买力和国际投资能力。比如，日元对美元从1∶300升值到1∶90的过程中，虽然造成日本出口增速放缓，经济几乎零增长，但是造成日本居民、日本企业在海外消费能力、投资能力增加了3倍。结果虽然日本经济增长缓慢，但日本人的生活质量却保持富裕水平。

其次是人民币升值速度问题，如果升值的速度过慢，通常会导致本国贸易顺差迅速增长，全球生产能力向本国转移，本国则会因汇率低估造成贸易利益损失；反之，如果人民币汇率调整速度过快，则会导致短期国内经济紧缩效应，延缓经济增长的进程。因此，在人民币汇率具体实现路径和速度的选择对于中国和全球经济都至关重要。

当前中国的贸易优势和出口增长的主要因素是国外经济对中国商品的需求，而这种需求本质上取决于中国的国际分工地位和相对比较优势，不能夸大汇率的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

房价回调是维护经济全局利益的迫切要求

多年来，本人一直以五因素模型来论证中国房价长期上涨的必然性。即使在2008年发表《全球五年牛市结束》的预测时，也没有看空中国房价。而2010年9月这篇文章，标志着笔者对房价看法的根本转变——从那时候起，中国房地产价格已经不能用单纯的经济学眼光来分析，而要用社会学和政治学眼光来分析，高房价已成经济、资本市场、政策和政治的“敌人”。

就中短期而言，中国房价回调在所难免，而且这种回调已经成为维护经济全局利益的迫切要求。

高房价已成经济政策掣肘

一般而言，一国货币紧缩要么是担心通胀，要么是担心股市泡沫，要么担心以房地产为代表的资产泡沫。中国政府年初率先提高商业银行存款准备金率，而且连续上调三次，也是针对上述三个方面。事实证明，很多人预期中的通胀并未出现，股市泡沫不但没有加剧反而下跌。因此，如果不用担心通胀和股市泡沫的话，房价能否如期回调已经成为制约下一阶段经济政策走向的主要因素。

首先，在全球产能过剩的大背景下，真正的通胀不可能出现。无论是美国还是中国，汽车、家电、通讯设备、纺织服装、日用消费品的产能都是严重过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

剩的。在两年前原油价格上涨到140美元的时代，我们都没有看到塑料等化工终端制造产品的相应价格上升；在铁矿石和钢铁价格成倍上涨的2007和2008年我们都没有看到车价的上涨。20世纪80年代、90年代的“短缺经济”已经永远成为历史了，无论发行多少货币，都只能流向资产市场或资本市场，要么就一直在商业银行“趴着”，形成“货币流动性陷阱”。在这种背景下，CPI已不应该作为货币政策的调控目标，而剔出粮食和能源价格的“核心CPI”才是货币政策能够调控的——中国的“核心CPI”过去10年来一直稳定在2%以下，即便粮食和能源价格有周期性波动，也不该通过紧缩货币来调控。

除了CPI，曾经影响货币政策的另一个主要因素是对股市泡沫的担忧。而事实证明，即使在2008年中国股市从6100点下跌到1700点的泡沫破裂中，也并没有造成任何金融机构倒闭，更谈不上造成金融或经济危机。传统经济学家简单地认为股市泡沫破裂会造成经济危机的假设是错误的——只有“银行信用的卷入”与“股市泡沫破裂”同时发生，才会造成金融和经济危机。中国的政策切断了银行信贷流向股市的基本通道，无论多大的股市泡沫破裂都不会造成金融或经济危机。

在这种背景下，高房价已经成为制约经济刺激政策，尤其是货币政策转向的主要因素。如果房价不跌，货币政策不敢放松，整个经济政策就不能专注于2011年保增长的目标，整个中国就要为房地产这个行业的利益而付出惨重的代价。

高房价已成资本市场繁荣拦路虎

一个国家的货币是发多了还是发少了，不能仅仅把货币发行量与GDP做个简单的除法就下结论，而需要详细分析货币的流向。很多学者把信贷和GDP做个比率，就认为中国货币过剩，要求紧缩。可是现实状况是什么呢？

常言说，“大河有水小河满，大河无水小河干”。中国绝大部分中小企业的信贷需求还远远没有得到满足，信贷还需要进一步扩大。把中国的所有企业总资产加起来，然后把所有企业总的负债加总起来，算一算中国企业的资产负债率其实是很低的。再把中国的居民家庭资产和家庭负债做个比率，家庭的资产负债率更低。因此，中国的信贷投放还有很大的增长空间。也许中国2009年接近10万亿新增信贷让很多人觉得恐惧，2010年8万亿很多人也认为多了，2011年再来个10万亿所有的人就基本上习惯了——经济发展过程中的很多问题都这样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用不了几年，中国的新增信贷还要到15万亿、20万亿，为什么呢？因为货币化程度在提高、经济的体量在变大、资产市场和资本市场的体量都在变大。

成倍扩张的地产市场这几年吸纳了多少货币？原本没有货币化的股权在新股上市、非流通上市的过程中吸纳了多少货币？艺术品市场、大宗商品市场、矿产市场、股指期货等金融衍生工具以及未来的碳排放权交易市场还要吸纳多少货币？

当然，吸收货币最多的还是中央银行和地产市场。60多万亿的储蓄总额，17%被中央银行冻结起来，而数十万亿规模的中国房地产市场在过去几年的上涨中所吸纳的货币比“央行存款准备金陷阱”所占用的金融资源还要多！

中国的上市公司目前仍然是全球盈利增长最快的；中国的大盘蓝筹股市场已经是全球估值最低的资本市场之一。之所以2010年涨幅是全球最差的，主要不是因为有泡沫，更不是因为盈利少，而是因为缺钱。

伴随着中国资本市场的规模在国民经济中的比重越来越大，其对经济的影响力也将与日俱增。除了人们经常谈论的“财富效应”对消费的现实影响，股市的民间投资的影响更大——托宾Q理论和全球资本市场实践证明：当股市行情高涨的时候，原本计划收购企业的资本巨头和企业家必须通过新建企业完成投资，结果民间投资必然高涨；反之，当股市低迷的时候，那些原本计划新建企业的资本巨头和企业家都会停止新建厂房，而去通过购买股票来完成投资，结果民间实业投资必然低迷！所以，未来中国经济必将更多地依赖资本市场，而资本市场的繁荣离不开资金支持，尤其是无效占用资金的有效转移——如果央行继续冻结巨额金融资源，资本市场就没有大行情；如果房价不下跌，中国股市就不会大涨。

调控政策两年内不会改变

围绕“高房价”这样一个舆论焦点，所暴露出的社会问题包括：中低收入者购房困难问题、贫富差距问题、与房地产行业相关的官员腐败问题、高额土地出让金的来源和使用问题、房地产税收问题、地方政府和中央政府利益博弈的问题、商业银行信贷风险问题、经济适用房商品化和富人化问题、保障性住房建设问题、社会保障体系问题、高房价制约全社会居民消费能力问题，等等。

单纯从经济发展规律而言，这些问题都是一个国家在人均收入达到3000美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元以后必然要面对的。能否成功跨越“中等收入陷阱”，步入高收入国家行列，必须要解决从依赖投资和出口到依靠本国居民消费、从依靠地产和低端制造业到依靠中高端制造业和服务业的问题。

从相关政策角度分析，我国房地产行业发展已经到了一个新的阶段，必须从依靠经济手段发展商业住宅转向依靠政治手段大力推动发展公屋建设，从阶段性的“土地财政”转向科学化的税收结构，从通过家电、汽车等短期补贴政策向通过提高社会保障水平、刺激长期消费动力转变。

但房价已经成为一个社会问题。我认为，不但短期对高房价的高压政策不会改变，即便是未来几个月房价有实质性回落以后，政策也不可能改变，预计这一轮房地产调控政策可能要持续两年以上。

高房价已经成为制约经济刺激政策尤其是货币政策转向的主要因素。如果房价不跌，货币政策不敢放松，整个经济政策就不能专注于2011年保增长的目标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信 958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.qhcfp.net

政策合力将推动房价短期调整

2010年以来，国家出台了一系列房地产调控政策。为重塑调控的决心，防止房价在政策作用下出现反弹，行业调控政策有不断加码的态势。在政策合力的推动下，未来中国房地产价格将呈现何种走势？笔者于2010年12月接受《金融时报》采访，对房价短期、中长期走势分别提出自己的判断。如今，房价过快上涨的势头得到了有效遏制，但房价短期调整并未出现，如今中期预期、长期供求因素正在发生逆转。一旦房价向下，恐怕会超过很多人的预期。

预计调控政策两年内不会放松

记者：自20世纪90年代以来，国内房价就呈现不断上涨态势，但与此同时，政府也进行了不同程度的调控。对于本轮调控政策，您如何看待？

滕泰：本轮房地产调控始于2009年12月，2010年4月17日“新国十条”颁布，标志着调控全面深入。本轮调控具有三个新的历史背景：

第一个背景是居民预期难以扭转。经过1996年、2003年、2007年三轮调控之后，城市居民不仅认识到中国房地产价格长期上涨的历史规律，而且很多人都错误地认为本轮房地产调控跟前面三轮一样具有短期性特点。因此尽管出台了很多调控政策，居民购房需求仍然保持旺盛。

第二个背景是中国房价问题已经从一个经济问题变成一个社会问题和政治问题。在人均收入接近4000美元的特定历史阶段，拉美的很多国家由于没有解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方都比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决好城市低收入居民的居住问题，结果造成大量贫民窟的出现和一系列发展问题。而新加坡、香港地区则依靠供租房等制度保持了良好的社会环境和经济发展势头。

第三个背景，政府最近几年才认识到“加大保障性住房建设才是解决城市中低收入者居民住房问题根本之道”，而保障性住房的大规模建设完成并形成现实供应，需要较长的时间。

以上三个背景决定了，本轮房地产调控不同以往，不仅调控的难度大，调控的力度大，而且可能要持续较长时间。为了防止前几次房地产调控政策松动后房价的大幅反弹的现象，预计这一轮房地产调控政策至少还要持续两年以上，直到保障性住房建设真正见到成效、覆盖范围明显扩大。

仅从房地产本身来看，房地产投资已经明显回落，可是房价却依然坚挺，并没有达到政策预期的效果。从房地产对中国经济政策的影响来看，高房价已经成为制约经济刺激政策，尤其是货币政策转向的主要因素。如果房价不跌，整个经济政策就不能专注于2011年“保增长”的目标，整个中国就要为房地产这个行业的利益而付出惨重的代价。此外，围绕“高房价”所暴露出的社会问题日益突出，其中包括收入差距过大的问题、中央和地方财政收入问题、货币流动性和资产价格问题，甚至腐败问题，等等。既然已经成为一个时代社会矛盾的聚焦点，即便是未来几个月房价有实质性回落以后，对房价的调控政策也不可能改变。

保障性住房建设规模将超预期

记者：我国的保障性住房建设从1991年就开始试点，但保障性住房建设多年的实际情况并不乐观。近一年来，保障性住房建设被提升到了前所未有的高度，您对此乐观吗？

滕泰：从历史来看，保障性住房建设确实进程缓慢。2009年1～11月，我国保障性住房用地供应27.54万亩，仅完成年度计划供应量的46.66%。根据已有数据，截至2009年8月底地方保障性住房建设完成投资394.9亿元(计划投资额1676亿元)，完成率仅为23.6%。

2010年以来保障性住房建设力度被提高到政治角度，国家从供地、资金投入方面作了相关规定。国土资源部2010年4月15日发布的2010全国土地供应计划中，住房建设用地供应总量184748.85公顷，其中，保障性住房、棚户区改造和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中小套型商品房用地计划供应量占住房用地计划供应总量的77%，而保障性住房用地为24454公顷，与2009年相比增加一倍多。在政策推动下，北京、上海、深圳、天津等城市纷纷将推进保障性住房建设列为2010年政府工作的重心。

住房和城乡建设部5月19日与各省、自治区、直辖市人民政府以及新疆生产建设兵团签订2010年住房保障工作目标责任书，要求把落实责任书明确的保障性安居工程任务列入政府重要的工作日程，加强对各市县的监督检查，切实落实资金、土地、税费政策，抓紧项目开工建设，保证工程进度和工程质量，确保完成2010年全国共建设各类保障性住房和棚户区改造住房580万套，改造农村危房120万户的任务。

毫无疑问，保障性住房将成为解决高房价问题的主要手段，未来我国政府建设保障性住房的规模将超过市场的预期。而在各种形式的保障性住房中，公租房模式最值得推广。

公租房模式是指由政府出资大量修建的小户简配型社保住房，不出售，而是廉价出租给满足一定条件的城市中低收入者，以解决房价过高造成的社会矛盾。与传统的经济适用房相比，公租房产权归政府，永远不进入商品房市场。这样就避免了滋生腐败的可能性，确保有限的资金和资源用到解决中低收入者的现实困难上。在全球范围内，公屋模式是唯一成功的社会保障型住房模式。

记者：资金问题是保障性住房能否落实的关键。您认为下一阶段能解决这一问题吗？

滕泰：我相信保障性住房资金问题将得到解决。目前国家保障性住房建设资金来源包括中央、地方财政投入，住房公积金，政策性贷款及商业贷款。除此之外，公积金增值净收益部分，土地出让净收益中不低于10%的比例，也将投入保障性住房建设中来。

在2008年年底公布的规模达4万亿元的经济刺激计划中，保障性住房市场分到了超二成的9000亿元的“蛋糕”。9000亿重点用于747万户低收入家庭住房和220万户棚户区改造家庭，以货币补贴为主(60%货币补贴，40%实物分配)，所以对拉动租房市场需求有帮助；而另外287万套的廉租房需要通过建设或购买来实现。

2010年4月17日国务院“新国十条”规定：“建立考核问责机制。稳定房价和住房保障工作实行省级人民政府负总责、城市人民政府抓落实的工作责任制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

住房和城乡建设部、监察部等部门要对省级人民政府的相关工作进行考核，加强监督检查，建立约谈、巡查和问责制度。对稳定房价、推进保障性住房建设工作不力，影响社会发展和稳定的，要追究责任。”这些措施将促使地方政府有足够动力多方面筹措资金，推动保障性住房建设。

政策合力推动房价短期调整

记者：您主要是根据哪些要素来判断短期内房价的走势？

滕泰：短期内房价走势主要看销售情况，企业资金变化。短期内决定房价的三要素分别为：商品房可售面积、房地产企业资金状况及销售预期。

具体而言，首先，各大城市商品房可售面积正在呈现缓慢上升的趋势。2010年8月份重点城市（北京、上海、深圳、杭州、重庆、武汉）可售面积为4622.98万平方米，比4月份4350万平方米上升了7%，并连续5个月保持缓慢上升的态势。随着2009年中期大量新开工面积转化为有效供给，商品房的可售面积有望进一步上升。

其次，房地产企业资金较年初紧张，内部降价动力正在逐步形成。根据国家统计局2010年8月份数据，房地产企业在银行信贷方面受到抑制，定金及预收款也连续三个月负增长。从上市公司来看，通过信托等模式贷款的公司逐步增多，信托成本普遍高于同期贷款利率两倍以上，部分开发企业确实遭遇资金难题。在房贷和开发贷门槛日趋严厉、预收款监管、严查银信合作等多种政策作用下，房地产企业内部降价的动力在逐步增大。

最后，一系列房地产调控政策也正不断扭转公众购房预期。2010年以来，国家出台了一系列房地产调控政策，为重塑调控的决心，防止房价在政策作用下出现反弹，行业调控政策有不断加码的态势。

目前一线城市房地产价格较2010年4月份高点下降了10%左右，二线城市变化不大。如果按照这个房价水平，到2011年一季度，房价仍将下跌10%左右。

中期房价看预期，长期房价看供求

记者：国家对于房地产行业的发展规划及政策导向通常会影响购房者预期，这些政策对于房价中期走势是否也有影响？

滕泰：是的。不论投资性需求还是刚性需求，均会在购房行为发生前对房地产价格形成预期，预期房价上涨者进入商品房市场。而公众购房重要的看点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是国家对房地产行业的政策规划。因此，中期内房产税、信贷政策、利率政策、土地政策、保障性住房建设五大政策将会引导购房预期，进而影响中期房价走势。

比如，房产税政策对中期房价上涨抑制作用明显。房产税的实行将是大势所趋。目前国际上大多数国家出台了物业税或者房产税政策。从各国的经验来看，房产税的出台在中短期对房价有影响，长期内影响不大。按照0.8%～1.2%的征收标准，100万的商品房每年税收为8000～1.2万元，累计效应会使得投资性住房持有成本明显上升，投资回收期延长。如果这种压力不能有效转嫁，则会增加对存量房的抛售量，增加市场供给，平抑房价。

再如，信贷和利率政策对房价上涨抑制作用更为直接。信贷资金变化，尤其是住房抵押贷款的变化与房地产价格变化趋势更明显。我国居民中长期新增贷款中有80%左右为住房抵押贷款。中期来看，对房地产行业的信贷政策将更为严厉，比如居民购房首付比例一律提高到30%以上，国家对房地产开发贷款作了约束性指引，资金方面的约束对房价过快上涨抑制作用更为直接。此外，按照五年期以上真实贷款利率统计(五年期以上贷款利率——CPI)，真实利率波动与房价的波动方向在大多数历史时期内处于反向波动状态。中期来看，名义贷款利率上升、CPI下降的概率在增加，这将导致真实贷款利率上升，带来房价涨幅向下波动，这也将抑制房价上涨。

总之，从中期决定房价的五个因素来看，信贷政策对房价影响偏中性，而房产税政策、利率政策、土地政策、保障房建设这四个因素对房价过快上涨均有抑制作用，因此房价长期虽有上涨压力，但中期各类因素的合力会使得房价上涨态势得到有效控制。中期房价有望保持相对稳定，不会有大幅度波动，我们看平中期房价。

至于从更长的时期来看，房价从根本上是由其供求决定的。城市新增居民、居民可支配收入持续上涨、房产在家庭资产配置中比例的提升、房地产金融对购房需求的杠杆化支持构成支撑房价长期上涨的需求动力，土地供给的有限也进一步影响了长期房价的走势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

老周期的故事正在结束，新周期的故事正在上演。站在新的政治周期和经济周期的起点，我们应该如何在政策变化、物价、房价以及资本市场涨涨跌跌中规避风险并积累我们的财富呢?

large business cycle

第七章

站在新周期的起跑线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国经济：复苏延迟vs L型增长

中国经济行至今日，GDP增速已经连续下滑9个季度。未来，中国经济将走向何处？是这一轮的复苏延迟还是长期的L型增长？笔者认为，中国经济长期增长的潜力是巨大的，关键在于启动改革，释放经济活力。一个旧的周期已经过去，只要十八大后能够及时启动相关领域的改革，进一步解放生产力，新的供给能创造新的需求，中国经济新周期有望开启。

受到海外经济复苏乏力、工业去库存周期拉长、金融紧缩造成内需不振等多重因素影响，我国GDP增速连续9个季度下降。部分学者认为阻碍国内经济好转的多为暂时性因素，复苏出现延迟但长期前景仍然值得看好，另一派则认为中国经济的潜在增速中枢已经出现下移，经济接下来将进入漫长的整固期，走出形如L的增长曲线。中国经济究竟将向何处去？

不景气持续，中国经济已行至何处

在西方传统的经济周期理论中，宏观经济的运行可以被划分为复苏、繁荣、衰退和萧条四个阶段（对于中国经济，我们更愿意把这四个阶段称为复苏、扩张、下滑和收缩）。在当前不确定的经济环境中，为了认清前路的方向，首先需要回答的问题就是：我们在哪里？

数据显示，自2010年一季度创下12.1%的反弹高点以来，我国GDP增速进入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长达9个季度的下滑通道，并于2012年二季度创下金融危机后的新低点7.6%，直逼2009年一季度的6.6%，而CPI则随着需求的下滑和流动性的紧缩回落至2%的历史较低水平，同时工业生产、固定资产投资、企业效益等各类指标纷纷创出金融危机后新低，当前中国经济无疑正处于2009年以来的这轮经济周期的尾部和谷底。中国经济将触底反弹，迎来复苏，抑或呈现长期L型增长？

微观指标显示经济景气已降入冰点

微观企业的库存调整行为决定了宏观经济的短周期波动。当前数据显示我国经济从2011年下半年开始进入了一轮比2008年更为漫长的去库存进程，工业景气度已经跌至冰点。另外，企业新订单、用电量、M1等指标也印证了企业库存调整尚未结束：PMI新订单指数长期处于50以下的收缩区间，用电量增速节节下滑，而M1增速更是史无前例地在5%以下徘徊长达数月之久，这表明当前企业部门的交易性现金需求萎缩已经非常严重，企业的去杠杆化进程或许已经进行得比较充分。

金融收缩，需求乏力

金融大鳄索罗斯曾经说过："信贷工具的伸缩与扩张是全球经济不稳定的源泉。"当前的中国经济无疑仍然处于金融收缩的过程中，M1和M2增速均已创下有历史数据以来的最低水平，这其中货币政策的执行失当难辞其咎。似乎出于对房价反弹和"4万亿"遗留问题的忌惮，面对持续走弱的经济，央行在实质性宽松政策的执行上一再拖延，首鼠两端，"预调微调"的宽松表态并未完全落到实处，准备金率的下调幅度不足以对冲外汇占款大幅少增对货币供应的影响。今年以来新增信贷整体增长并不显著，其中最为重要的企业中长期贷款增量尤其有限。

持续偏紧的货币政策不仅会通过银行信贷的形式压抑经济增长的动力，也会对金融资产的价格造成严重打击，引发更大范围的金融收缩。当前中国股票市场持续下跌，估值连创新低，房地产市场受到政策调控影响短期前景并不乐观，过去十年中拉动中国经济快速增长的最主要驱动力正在拖累经济的企稳复苏。

展望未来一段时间的货币信贷环境，我们认为通胀的趋势性下行将缓解央行进一步宽松的外部压力，换届的完成将使得宽松政策的执行更加坚决，这将直接带动企业经营和整体经济活动逐步回暖，引领中国经济从泥淖中走出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消费、投资、净出口这“三驾马车”决定了经济增长的中期前景。当前以房地产和基础工业投资引领的资本形成增长空间已经比较有限，海外需求对中国经济的增量贡献越来越小，限制居民消费倾向提升的诸多制度性问题尚未解决，拉动宏观经济增长的“三驾马车”已不能以当前的速度狂奔，从而导致全年GDP增长创下1999年以来的新低。中国经济要在走出周期性收缩后迎来中长期的较快增长，必须依赖更长远更深层次的经济改革。

“十八大”或启动经济新周期

尽管从中短期指标、金融资产的伸缩与扩张、需求的增长等方面来看，中国经济似乎复苏乏力，但是从供给角度分析则是另一番天地。

事实上，一个国家的长期增长潜力隐藏于其财富创造的要素、源泉和方式。把长期经济增长理论做一个简单的概括，类似于80年代制度和生产效率改革所带来的增长叫作“斯密增长”；类似于90年代依靠人力、资源、资本、技术的投入和消耗所带来的增长可以叫作“库兹涅茨增长”；而以制度创新和技术创新所驱动的增长可以叫作“熊彼特增长”。如果以这样的视角来看待中国经济增长的潜力，我们毫无疑问将得出乐观的答案。中国的经济和政治制度优化仍然存在着巨大的空间，人口红利依然能够维持10年以上，城市化率只有50%，储蓄资本和外汇资本雄厚，全球技术向中国转移的进程仍在继续……

因此，拘泥于中短期需求的增长空间而看空中国毫无疑问是短视的。中国经济本身所孕育的巨大的斯密增长、库兹涅茨增长和熊彼特增长的潜力远远没有发挥出来，只要“十八大”后能够及时启动相关领域的改革，进一步解放生产力，新的供给就能创造新的需求，中国经济的高速增长还能持续10年以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下一轮通胀高峰为时尚远，货币政策放松刻不容缓

2012年9月，QE3的出台标志着美联储再度开动了印钞机。而在万里之外的国内，从媒体舆论到普通老百姓对通胀的恐惧似乎卷土重来。结合当前国内低迷的经济形势，我们的决策层似乎又走到了一个岔路口，是应当提早防范通胀的隐患，还是应当进一步落实宽松政策以扶持经济复苏？

2012年二季度以来，受国内经济疲弱、猪肉价格持续回落、国际能源价格下跌等因素影响，CPI同比快速下滑，8月CPI同比增长2%，维持在2010年1月以来的较低水平。但进入9月以来，商务部监测的粮、油、肉、蛋价格出现上涨苗头，超市里一袋25公斤的大米上个月售价还是135元，现在已经涨到160元，引起了消费者的恐慌。同时，美联储QE3和欧洲央行OMT的出台也引发了很多有关通胀的猜想。在中国经济仍处于收缩到复苏的过渡阶段，过分担忧通胀是否为时过早？若此时不及时下调存款准备金率，下一轮通胀到来时，存准率难道要从20%向上起步？

下一轮“食品通胀”高峰约在2014年

食品在统计局CPI核算中的权重达到30%左右，其中重要性最高、波动幅度最大的猪肉价格对整体CPI读数的影响举足轻重。历史数据表明我国典型的“猪周期”持续时间约为3年，这也符合“猪价上涨——能繁母猪补栏——配种——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产仔——仔猪生长——生猪集中出栏——猪价回落——能繁母猪淘汰”的正常养殖周期，我们认为始于2010年4月的本轮猪价周期将于2013年年中见底。

首先，当前生猪存栏量与2011年同期基本持平，远远高于2009年、2010年水平。相对于受到短期收入水平和长期饮食结构迁移影响而增长日趋缓慢的猪肉消费需求，当前生猪供给量仍然偏高，后续存在较大供给压力。

其次，当前能繁母猪存栏量居高不下，接近历史最高水平，而猪肉价格自2011年8月份以来下跌已达1年（8月仅有微幅反弹），母猪存栏与猪价出现历史上罕见的背离，这预示着生猪产能的相对过剩将促使猪价进一步下行，然而从淘汰能繁母猪到生猪出栏量显著回落需要较长的传导时间（一般在5个月左右），这极大制约了中短期内猪价反弹的空间。

最后，微观层面上养殖户的盈利状况决定了宏观上猪肉价格的波动周期。当前养殖户自繁自养头均盈利水平已经由高点的600元下滑至接近零盈利，但猪粮比距历史低点仍有一定差距，而且依据历史经验，新一轮猪价上涨周期开启前养殖户均需经历4～7个月的亏损退出期。

尽管中秋国庆假期期间猪肉需求量将会阶段性提高，但历年猪价在此期间的季节性表现并不显著，9月高频数据也显示猪价短期反弹乏力，由于2013年春节时间较晚，我们预计2012年年内猪价难以出现显著回升。依据传统的周期规律，猪价将在2013年下半年逐步攀升，并于2014年年中达到又一轮高点，若遭遇疫病等供给冲击，彼时猪肉价格可能上涨到每公斤40～50元。

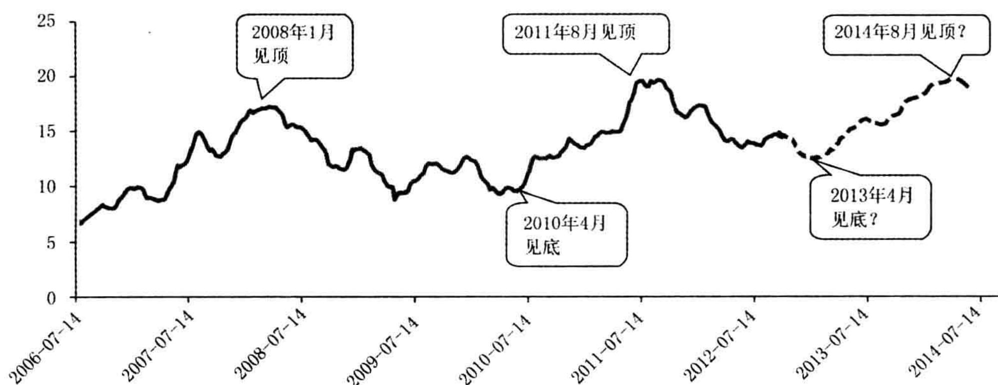


图1 预计下一轮猪价高点将出现在2014年中期

大宗农产品不会构成太大的通胀压力。我国小麦、大米、玉米等主要粮食

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品种自给率较高，受海外市场波动影响较小，价格主要取决于国内供给，2012年秋粮有望实现历史性的连续9年增产，供给形势稳定，预计未来粮食价格仍将平稳运行。

QE3对当前国内物价的影响微乎其微

美联储近期出台的QE3再次激起了很多人对于“输入性通胀”的担忧，而事实上大洋彼岸的货币宽松对中国物价的影响微乎其微。首先在全球经济仍处于低迷阶段的经济背景下，无论是原油还是铜的价格上涨都是欧美经济所不能承受的。而在中国钢铁严重过剩的背景下，铁矿石的价格也不具备上涨的条件。

退一步讲，即便大宗商品市场出现超预期的大幅上涨，其对国内通胀的影响仍然可控。以油价为例，一方面国际油价波动通过成品油调价直接影响CPI中的交通通讯分项，另一方面，作为日化用品、服装鞋帽等众多消费品的上游原材料，油价的大涨从逻辑上势必对众多下游产成品的生产成本和销售价格造成普遍影响。然而我们经过研究发现，油价波动对国内通胀的影响远比想象中小得多。首先，现行成品油定价机制的特点决定了国际油价的波动向国内的传递存在一定的时滞，同时在幅度上也大打折扣：2009年1月至2012年7月，WTI原油现货价格上涨110%，而同期国内汽油零售均价仅上涨40%，这使得油价波动对CPI月环比的直接影响始终在0.05%以内。另外，以石油为最终原料的产品生产链条普遍较长，每一个生产环节中原料投入比例所决定的成本价格传导系数的累积效应、企业生产效率的提升和利润水平的缩窄等因素共同作用，在很大程度上冲抵了油价大幅波动的影响，近几个月环比持续下降的鞋帽价格分项便很好地说明了这一点。铁矿石、铜材等其他大宗原材料，对下游产品的价格冲击也会受到进口比例、原料成本比例、产业链长度、劳动生产率提高等因素的影响而削弱。

总结而言，海外原材料价格上涨15%，对中国CPI影响只有0.5%，因此所谓QE3对国内物价的影响的担忧纯属“杞人忧天”。

2012年物价无忧，2013年中期通胀抬头

多年来，影响中国CPI走势的两大首要因素可以归结为以“猪周期”为代表的食品价格波动和劳动力成本推动的价格持续上升，前者直接影响着消费者对物价的感受，并可能造成CPI短期内的大幅波动，后者则决定着CPI长期内的变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化趋势。另外，海外大宗商品价格的剧烈波动也可能会通过推升燃料成本等方式对国内物价造成短期扰动。

基于前文对国内猪肉和粮食价格走势的判断与测算，我们认为在2013年年中之前食品价格环比不具备明显反弹的基础。与此同时，受制于低迷的需求，非食品CPI中的家庭设备、衣着鞋帽等分项环比数字仍将维持在低于历史平均的水平，直到经济（尤其是消费）出现明显改善迹象，这进一步降低了通胀再度失控的可能性。另外，QE3可能造成的“输入性通胀压力”微乎其微。综合各方面因素，2012年余下的时间里CPI的波动中枢将进一步下降至略低于2%的水平，全年CPI将从2011年的5.4%大幅下降至2.5%左右。进入2013年，不超过0.5%的翘尾水平将使得CPI在2013年上半年继续保持低位，此后随着猪价的回升、需求的复苏和货币投放效果的显现，新涨价因素的积累可望使得CPI进入平稳上行周期，但全年平均水平不会超过3%。不过较低的物价水平不会长期保持，预计我国物价指数将在2013年中期开始起步回升，并可能在2014年中期迎来下一次通胀高点。

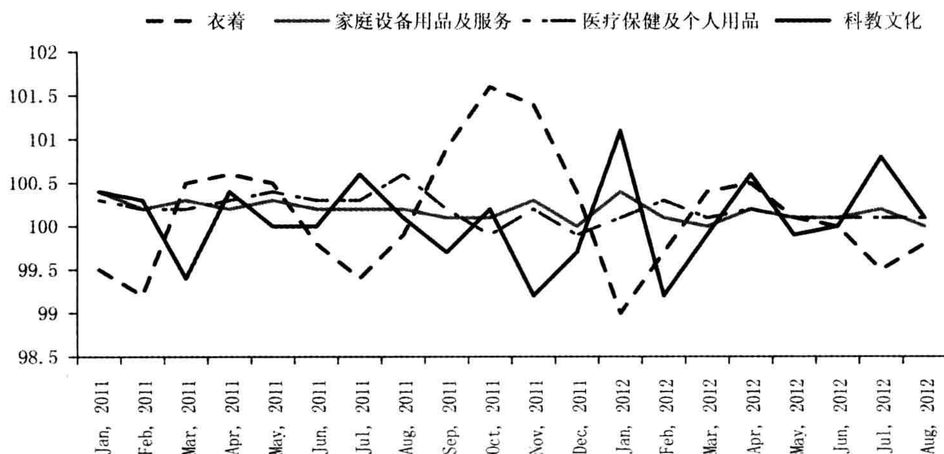


图2　主要非食品CPI分项环比低位波动

货币政策放松刻不容缓

当前中国经济正在经过“刘易斯拐点”，东部地区“民工荒”现象屡见不鲜，低端劳动力成本随着供给的减少在长期内逐步抬升将是大势所趋，我们测算得出未来几年劳动力成本的趋势性上涨每年将贡献约2%的CPI增速。在此基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

础上考虑到中国经济仍然处于较快增长阶段，5%以下的通胀水平都是可以接受的，低于或者接近2%的CPI水平反而说明经济存在通缩的隐忧，需要采取扩张性的货币和财政政策加以应对。当前国内经济深受需求不足的困扰，包括工业产品在内的更广领域的价格水平仍在下降，不仅无须过度担忧食品价格短期反弹或者全球流动性放松造成输入型通胀的风险，反而应当及时出手防止通缩的蔓延。

宽松的货币政策无疑是应对通缩的首要手段。2012年以来央行分别两次下调基准利率和存款准备金率并未达到显著刺激信贷规模的作用，1～8月企业部门新增中长期贷款同比大幅下降22.8%。新增信贷增长乏力影响货币派生，而外汇占款的持续负增长则直接影响经济体中基础货币的投放。2012年以来外贸顺差、海外直接投资增速的减缓、企业结汇的减少导致作为货币派生主要渠道的新增外汇占款大幅下降，1～8月累计新增外汇占款仅相当于2011年同期的10%，8月份负增长174亿元更是大幅低于市场预期，在很大程度上对冲了央行适度宽松货币政策的效力。基础货币断流和货币派生受阻直接造成M1、M2增速持续徘徊于有数据统计以来的最低水平，对中国经济复苏进程造成了严重阻碍。在宏观经济未现好转、国内通胀可控的环境下，决策层在“预调微调”基础上进一步加大货币信贷投放力度刻不容缓。

纵观央行各类货币政策工具，逆回购、央票等公开市场操作工具尽管灵活但力度有限；基准利率继续调整的条件已经成熟，但囿于房地产调控政策制约，降息的空间不会很大；而存款准备金率仍然处于历史高位，具有较大的调整空间，我们认为从现在到2013年中期CPI重新攀升之前，中国的存款准备金率应尽快降低到15%以下，否则下一轮通胀一旦开始，中国的存款准备金率难道要从当前的20%向上起步？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

破除股市偏见

面对股市下跌，有人总拿宏观经济增速下滑当借口，可是宏观经济增速上升的时候，中国股市不是也在下跌吗？还有人总拿欧债危机的影响当借口，可是欧债危机没有恶化的时候，中国股市不是也在下跌吗？中国股市总是在下跌的原因肯定是多方面的，但最根本原因在于管理者和有关部门的偏见。解决中国股市的问题，首先必须破除偏见。只有从根本上破除对股市的偏见，中国资本市场才能长期健康发展。

大家好！我的演讲主题是《破除股市偏见》。为什么这么说呢？无论是刚才刘纪鹏教授讲的新政也好，还是很多人为政府出的主意也好，都必须从认识上、观念上引起当局的重视，才会有可能产生这些新政或者说是类似的一些东西。

我们在座的每一位都诞生在一个特定的、具体的历史时代，因此我们很难摆脱小学、中学、大学所学的政治经济学教科书所灌输给我们的一些概念。

第一个这样的概念就是所谓的“虚拟经济”。什么叫“虚拟经济”呢？我问了很多在华尔街工作了快一辈子的人，他们一生都在做金融的事情，但是他们从来没有用过“虚拟经济”的词儿，有的人工作了好多年，也是毕业于沃顿、哈佛这样的商学院，他也不知道什么是“虚拟经济”，“虚拟经济”是干什么的呢？是咱们传统的马克思主义政治经济学用来批判资本主义，希望腐朽的资本主义尽快烂掉所发明的词。企业是实体经济，一方面企业在运行，同时还有一个影子一样的东西在那儿交易，说这东西叫“虚拟经济”，说它是假的，论证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的结果就是资本主义必然灭亡，市场经济都不存在，那何况股市，何况所谓的“虚拟经济”？

如今我们已经摆脱了这些传统政治经济学的束缚搞了市场经济，搞了股市，但是我们谈股市的时候，用的还是“虚拟经济”这样的概念。因此每一次我们谈到“虚拟经济”的时候，在不知不觉当中，我们就带上了偏见或者说歧视。比如说去年中央经济工作会议，或者说总理政府工作报告里面就有一句话，说要“满足实体经济所必要的货币需求”。这句话我读着就很刺耳，什么叫满足实体经济的货币需求，言外之意股市的资金需求就可以不满足了吗？所以有了这样一种根深蒂固的，自己根本没有意识到的偏见和歧视，资本市场怎么可能搞好？怎么可能有所谓的“新政”？

第二个我们没有意识到，觉得非常正确的表述叫作“鼓励投资、抑制投机”，当我们这样说的时候，就好比三四十年前说要打击“投机倒把”一样，那个时候政府说打击“投机倒把”的时候，很多人都觉得这个是非常正确的，三四十年过去了没有人再提这个词儿。现在我们的政府工作报告里面，我们的证监会一些文件里面，政府说抑制投机的时候，大家觉得很好，要抑制投机！三十年以后我们还会不会这样认为，投机有什么错？全世界的股市、全世界的资本市场都是在投机当中诞生的，并不是那些一开始就有什么长期价值投资理念的人催生了这个资本市场。

我们看到很多美国的大的投行，他们的很大的一部分盈利来自于所谓“高频交易”，如果按照我们当前监管中国资本市场的一些理念，这些高频交易者，是不是投机者？在西方的资本市场，还有很多做量化的，做宏观策略对冲的等，是不是都要被“抑制”掉。我觉得无论是投机还是投资，至少在法律上他们是平等的，监管者的义务只有监管合法或者不合法，至于投资者买了什么股票，今天买了明天卖了，那是他的权利。假定一个退休的职工，拿5万元炒股当打麻将玩儿，每天买来卖去觉得很快乐，一定让他买入并持有一年，像巴菲特一样，他的生命都没有意义！如果从6000点持有到2000点，他赔了，他还认为价值投资、长期投资是正确的吗？假设给他500万元，他也会像我们的基金公司一样，选择几个好的股票价值投资买入并持有；假设给他5亿，他选股票都选不出来了，他也会雇用一个华尔街的博士，去做一个量化的模型；再假设给他5000亿，让他投机他也不投，他只能买指数。当然这个资金量只是决定投资理念的一个纬度，还有其他的，比如说价值观、方法，每个人擅长不同的方法，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有人就擅长技术分析，技术分析也并不低俗，技术分析的鼻祖是凯恩斯，他认为股市就是一个空中楼阁，空中楼阁理论支撑着整个的技术分析派。

除了这个所谓的投资还有套利量化等各种各样的投资理念，所以现在我们证监会有关领导提倡的价值投资是片面的也是不正确的。中国的资本市场在很长的一段时间内还是一个暴涨暴跌的市场。在一个暴涨暴跌的市场里面，你学习美国的理念，像巴菲特一样“买入并持有”，那就让投资者难免受到伤害。而宏观策略投资，有买入、有卖空，根据股票，债券、货币市场，甚至于黄金、农产品、大宗商品等不同的机会，周期性地进行资产配置，才能够切实地为投资者挣钱。

为什么一定要提倡某一类价值投资理念呢？当我们谈投资理念时，首先要对资本市场有一个正确的认识，当我们谈虚拟经济的时候，我们带了多少偏见？当我们谈抑制投机的时候，我们到底懂不懂这个市场，当我们谈鼓励价值投资的时候，你到底是了解不了解西方成熟资本市场上，还有多样化的投资理念，而价值投资只不过是其中叫作基本面分析派的一个流派，基本面分析派还包括价值投资和成长性投资。

第三个值得讨论一下的偏见就是所谓的“市场化”和“行政化”，到底在中国当前的这个经济形势和政治形势下，有没有真正的市场化，完全的市场化行不行？比如说股市，现在首先一个造成股市下跌的原因多种多样，一个非常简单直观的原因就是供求失衡，持续的大股票、小股票，创业板的发行，持续的资金流失，持续的大小非的套现，造成严重的供求失衡没有信心；而没有信心又加剧了供求失衡。你不改变这个供求失衡的局面，怎么样振兴股市呢？但是一谈到供求失衡，控制一下新股发行，有些人就说是不是违背了市场化的理念。

经济是市场化的，我们现在的经济也要讲宏观调控，有时候过热了需要紧缩一下，有时候太低迷了也需要支持一下，整个宏观经济的话，中央政府有一只闲不住的手一直在调控供给和需求，那么在股市里面为什么不能调控一下呢？真正的市场化到底存在还是不存在？到底是市场化的教条重要还是投资者的利益重要？

所以说，有的人被“虚拟经济”、“抑制投机”这样的政治经济学概念“洗脑”，也有的人是被全盘西化的西方经济学“洗脑”，崇尚所谓的什么市场化的理念，所有这些东西都是抑制中国股市、造成持续下跌短期不能改变的原因。

在我看来，股市不是什么虚拟经济，股市就是股市，金融就是金融，投机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也没什么不好，投机和投资一样，只要是合法的都应该得到鼓励。纯粹的市场化是不存在的，必要的供需平衡是需要维持的。股市的上涨对经济到底有没有作用呢？我个人认为是有作用的。

股市上涨首先能够刺激消费，股市下跌又抑制消费，这个都知道。其实股市上涨的话还能够刺激投资，股市下跌也能够抑制投资。在一个估值很高的股市上涨的市场里面，那些想做实业投资的人，他没有办法通过资本市场购买来实现他的投资，只能去新建厂房，因此股市估值越高，民间投资就越旺盛；一旦股市低迷了以后，无论是在中国还是在西方，大家去收购一个企业的股权就可以了，所以民间投资必然低迷，新建投资就必然低迷。因此股市的上涨一定意味着消费的上涨和投资的上涨，而股市这么长期的下跌，可能就是造成我们中国目前经济增速从2010年1季度的11.9%，连续9个季度下滑的主要原因之一。

格林斯潘在2009年把美国经济意外见底归结为股市的上涨，而我们中国的管理层动辄就是确保实体经济的需求，虚拟经济不重要，甚至是有负面作用的，不怕股市跌，而怕股市涨，对股市下跌对经济的负面作用完全意识不到，动辄就抑制投机，甚至想把某些人劝离股市。在他们想象中中国股市里面充满了投机者，那些亏损的人都是富人！实际上恰好相反，他们每次讲的投机者就是我们普通的老百姓，这一轮下跌亏损最多的也是普通的老百姓！

所以真正的理论和观念上的革命，是股市新政出台的前提，不破除中国股市的偏见，哪怕是出台什么新政，也是为了短期维稳的需求，市场难以长期健康发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

新一轮黄金牛市开启，一年内望突破2000美元

事实证明，2005年、2006年以来笔者对黄金价格的判断都是正确的，2010年6月再次看好黄金也是正确的。本文发表的2012年9月，黄金价格又开始了新一轮牛市，这一次能否预言准确，且让事实来验证……

在国际货币体系动荡的年代，黄金的光芒正在越来越耀眼。如今，新一轮的黄金上涨已经开始，笔者认为，黄金价格在未来一年之内有望突破2000美元/盎司。

信用货币危机，带来黄金上涨良机

欧元和美元就像两个在玩跷跷板的孩子，人们总是在关注它们作为对立面的此消彼长。然而，如果把欧元和美元作为国际信用货币的代表而看成一个整体，我们会发现整个跷跷板的重心正在下移。国际信用货币贬值的大趋势不可避免，而黄金作为信用货币的对立面，其持续上涨同样不可避免。

黄金和信用货币涨跌幅度的两组数据对比显示，近十年来(2002年8月至2012年8月)，COMEX黄金期货收盘价涨幅高达428%，美元指数贬值24.3%，欧元兑美元从0.98上涨至1.26，涨幅28.5%。由此可见，欧元与美元跷跷板效应明显，而黄金相对于信用货币的涨幅巨大。再来看从金融危机爆发以来的五年(2007年8月至2012年8月)，国际金价上涨150%，美元指数基本持平，欧元相对美元出现了14%的贬值。由此可见，虽然国际金价以美元计价，但在美元基本持平的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情况下，黄金总体涨幅依旧惊人。虽然欧元与黄金在短期内呈现一定的正相关关系，但欧债危机爆发后欧元下跌明显，而黄金依旧上涨，此时黄金与欧元的短期正相关被长期负相关所替代，黄金作为信用货币对立面的效应显露无遗。

综合以上分析，美元和欧元的此消彼长是短暂的和周期性的，而每一次的此消彼长都会刺激黄金价格上涨。长期而言，黄金作为信用货币的对立面，每一次回调都将是买入良机。

资产储备调整潮推高金价

在国际信用体系高度不稳定的时代，各国金融机构在寻求保值资产的过程中，黄金从来都没有被忽视。

2008年国际金融危机爆发后，美国大举借债，债台高筑，却未出售黄金。欧洲一些国家如德国、法国也是黄金储备量比较大的国家，在金融危机中尽管遭受巨大冲击，不但没有出售黄金，反而增持黄金。新兴市场国家中，俄罗斯、阿根廷、南非等国多次在国际市场上增持黄金；印度不但在市场上收购黄金，还一次性从IMF手中购进巨额黄金；中国央行则通过收购国内黄金而使央行黄金储备5年增加了近一倍。

目前欧元区各国央行的黄金储备超过10000吨，美国长期保持8000吨的黄金储备。而中国和日本各自的黄金储备只有1000吨左右，分别占各自外汇储备的不到2%。根据世界黄金协会的最新报告，各国央行和官方机构2012年第二季度对黄金的需求加速，黄金储备增加了157.5吨。相比于2011年上半年的203.2吨，2012年上半年黄金储备增加了254.2吨。购买活动继续集中在发展中国家的央行，反映出在储备组合中通过战略性配置黄金实现储备多样化的需求。

另一方面，目前全球已确认的地上总存金量为16.3万吨左右，只相当于边长为20.36的立方体房间大小。其中，可交易的黄金仅占17%，远不能满足旺盛的投资需求。根据世界黄金协会的统计数据，在黄金的主要用途中，首饰消费占最大比重，达到8.36万吨；各国黄金官方储备总量达3.04万吨；工业和其他用金量达到1.97万吨；黄金可确定性投资量仅2.73万吨，约为当前黄金总量的17%。

量宽预期直接推高金价

2012年9月6日，欧洲央行行长德拉吉宣布启动直接货币交易(Outright Monetary Transactions，OMP)，在二级市场无限量购买成员国国债，以压低成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

员国融资成本。与此同时，美联储也毫不示弱，从6月的FOMC会议起，伯南克就已经开始暗示实施QE3，9月14日美联储表示开始实施新一轮的量化宽松，每月新增400亿美元的机构按揭证券购买，再加上继续实施扭转操作，预计至年底美联储每月合计将增持850亿美元的长期证券。欧美央行的行动，使得市场意识到当今全球经济复苏艰难，继续“印钞”依旧是维持经济弱势复苏的唯一方法，黄金作为国际信用货币的对立面再一次被市场认可。

从金融危机以来美联储和欧洲央行每一轮宽松政策的推出和退出时间与黄金的走势来看，量化宽松政策犹如一只看不见的手推动着黄金波浪式上涨。从上涨节奏看，宽松政策推出前的市场预期升温和趋于一致阶段黄金上涨明显，我们把这一阶段叫作“预期推动式上涨”。宽松政策推出后由于前期获利盘的回吐，金价往往需要小幅休整。待获利盘消化完，起初没有进场的场外资金选择进场，与前期进场的资金一起推动金价进一步上涨，我们把这一阶段叫作“资金推动式上涨”。国际金价自2012年7月以来的上涨属于明显的“预期推动式上涨”，此轮黄金的上涨最多也仅仅到半山腰，后市将在欧洲央行和美联储进一步行动的预期推动效应和资金推动效应的双重作用下继续上涨。

未来一年黄金将突破2000美元/盎司

长期来看，国际信用体系将持续动荡，以欧元和美元为代表的国际信用货币难逃贬值命运，作为其对立面的黄金价格必定上涨。资产储备调整潮和旺盛的投资需求也将持续推高金价。短期来看，随着欧美央行宽松预期的进一步强化，黄金将迎来“大幅上涨期”。从CFTC持仓结构来看，非商业多头持仓数量近期明显上升，近三周分别增加9345张、23900张和10265张，持仓数量占比升至46.1%，国际资金做多黄金的意图明显。笔者认为，国际黄金价格在未来一年有望突破2000美元/盎司。

与其他大宗商品不同，黄金价格的上涨空间不受约束。因为它不像原油和铜，涨得太多会使得原材料需求商无利润可图，消费者承受不起，从而压垮全球经济。黄金的上涨不会伤害生产者和消费者，也不会伤害一国经济。

另一方面，黄金作为储备资产和信心保证，其上涨会遇到历史获利盘的回吐压力。由于10年前300美元/盎司的黄金并没有如10年以前20美元/桶的原油那样被消耗掉，所以每一轮的上涨后都会由于获利盘的抛售而需要一定时间的休整。因此，投资黄金永远有机会，每一次的回调都是买入良机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方开户比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中短期均衡将被打破，房价未来一年下跌可期

随着房地产调控政策的长期化，购房者、持房者和开发商等市场主体预期发生变化，进而使得供需发生逆转。房产的资产配置功能已是明日黄花。昨天，持有房产=收益；今天，持有房产=成本；明天，持有房产=亏损。

2010年9月，笔者撰文指出“本轮房地产调控政策将持续两年以上”，如今这一判断已经被验证。两年来，投资投机性需求基本被抑制，房价过快上涨的势头被遏制，房地产作为投资品的资产配置效应已经荡然无存。进入2012年，管理层多次强调坚持房地产调控不动摇。笔者认为，中央将在未来较长一段时间内保持目前的调控力度不变，如果房价出现明显反弹调控甚至会加码。持有房产的机会成本会越来越高，随着未来新房和存量房有效供给的增加和需求的持续受抑制，中短期的市场价格均衡有望在未来一年被打破。

调控政策将长期化

由于2009年下半年开始中国房价出现明显上涨，形成了一定的泡沫，2010年4月开始包括限购限贷在内的一系列严厉的房价调控政策陆续出台。

进入2012年，随着本轮调控政策效果渐显以及地方政府财政吃紧，地方政府“小动作”开始逐渐增多，逐步地试探中央对放松调控的底线。从中央的反应来看，对坚持本轮调控的态度十分坚决，凡是涉及限购限贷的“微

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调”一律予以叫停，有的措施当天公布转天就被撤下。7月7日，总理在江苏考察时强调，“目前房地产市场调控仍然处在关键时期，调控任务还很艰巨。必须坚定不移做好调控工作，把抑制房地产投机投资性需求作为一项长期政策。”7月底，国务院派出8路督察组，对地方贯彻落实调控政策措施情况开展专项督查。

笔者认为，此轮房地产调控政策未来有可能长期化。首先，虽然房价过快上涨的势头得到了明显遏制，但目前很多城市的房价依旧处于较高水平，正如温总理2012年3月所言：“目前房价还远远没有回到合理价位，调控不能放松。”可见，本轮调控正处于“中流击水，不进则退”的阶段，短期内如果退出调控将前功尽弃。其次，房产税和保障房等对冲房价上涨的中长期机制建立仍需时间，在这些机制没有全面发挥作用前，调控政策不宜退出。我国于2010年开始大规模的保障房建设，从建设周期看，从开始建设到竣工需要两年左右的时间，预计2013年、2014年将是我国保障房大面积入市的阶段；而房产税目前虽然在试点，但大面积的推广仍需时日。最后，“高房价”所暴露出的社会问题日益突出，已经不单单是一个经济问题。由于中国正处于快速城镇化和居民收入快速增长阶段，民众将房地产作为资产配置的需求日趋强烈，然而由于土地稀缺和收入分配不均等问题，投资投机需求往往使得房价暴涨形成泡沫，一方面给中国经济带来很大危害和风险，另一方面也成为社会不稳定甚至加剧社会矛盾的重要因素。所以，从政治和社会稳定的角度看，本轮调控政策将长期化。

供需力量正在逆转

影响房地产价格的长期因素是供需。调控的长期化将引发购房者、持房者和开发商等市场主体预期发生变化，进而使得供需发生逆转。

调控以来，市场销售逐步趋冷，价格出现回落。2011年1月，70个大中城市新建商品住宅价格同比涨幅为106.8，上涨的城市有68个，而2012年8月同比涨幅下滑至98.7，上涨城市只有14个。二手住宅的价格趋势与新建住宅大体相当。商品房销售累计同比增速从2009年11月的53%高位一路下滑至2012年2月-14%的低点，已经接近金融危机时期的水平。随着销售的趋冷和价格的回落，市场各主体的预期正在发生明显变化。

房地产的价格运行规律不同于一般商品，金融属性十分明显。房价上涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期，市场交投火爆，价格继续上涨的预期强烈，对于刚性需求的购房者而言越晚入市意味着需要支付的购房成本越高，对于投资性和投机性需求而言，此时持有房产可以获取价格上涨带来的收益。所以，购房者入市积极，房价继续上涨，这种上涨又强化了预期。当房价由于政策调控等原因涨幅开始变缓甚至不涨的时候，刚性需求的购房者大多会选择持币观望，希望未来房价下跌从而减少购房成本，而此时投资投机性需求持有房产等于其机会成本，这一部分需求将被明显抑制。这一阶段，成交量会明显减少，开发商的资金链逐步紧张，部分开发商选择降价促销，二手房的持有者也开始抛售手中的房产，从而导致供应量增大需求减少，价格开始松动。随着价格由涨转跌，市场预期将发生进一步转变，价格越跌，购房者观望情绪越重，此时持有房产将等于机会成本甚至损失，投机性购房需求离开市场，从而导致需求锐减，而开发商出于回笼资金的需要也会加大出货力度，二手房由于贬值预期抛售加剧，从而导致供给大幅增加，供需形势的扭转将进一步加速房价的下跌，预期再次被强化，形成恶性循环。

目前我国房市正处于供需力量基本持平的短期均衡阶段。正如前文所言，此轮房地产调控将长期化，限购限贷政策不会轻易退出。笔者认为随着调控效果的持续和持有房地产机会成本的不断增加，市场预期将逐步趋于悲观，导致供需力量对比发生变化，房价的均衡将被逐步打破。

首先，投资投机性需求基本被挤出市场。限购政策基本封杀了第二套房以上的投资和投机需求。对于投资投机性需求而言，持有房产追求的是价差收益，而房价持平或下跌将产生机会成本甚至亏损。所以，只要限购限贷政策不退出，房价没有暴涨的可能，投资投机性需求就不会回到市场。

其次，2012年上半年市场的回暖主要是开发商降价走量和部分刚需入市造成，随着这部分需求的逐步释放，市场需求将重归平淡。以深圳为例，上半年90平方米以下商品房的成交面积比2011年同期上涨18%，90～140平方米的成交面积比2011年同期上涨11.4%，而140平方米以上的成交面积却比上年同期下降0.3%。可见，2012年上半年的销售主要以刚性需求的小户型为主，而大中户型成交惨淡。然而，进入6月以后，90平方米以下户型的成交面积出现下滑，从5月最高的265万平方米下降到七八月份的200万平方米左右。所以，随着政府对调控政策不变的多次重申和刚性需求边际效应的逐步递减，购房者开始重新持币观望，刚性需求带动楼市回暖的效应在逐步减弱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再次，商品房库存持续增加，下半年新房供应将放量。自2010年调控政策出台以来，全国商品房住宅大幅增长，从2010年6月的10646万平方米上升至2012年8月的20401万平方米，累计涨幅接近1倍，这在以往是从来没有过的。2012年上半年，竣工的商品住宅增长缓慢，然而下半年将迎来新房上市高峰期。按照商品房2年的建设周期计算，2010年下半年到2011年上半年商品住宅新开工面积快速增长，该批项目将于2012年下半年开始集中进入竣工期，商品房待售面积将在现有的基础上继续大幅上升。从上市公司中报披露的情况看，主要房地产上市公司2012年10月之后的交付项目都将出现明显增加，这与上面的分析基本吻合。

最后，房产税的试点扩大和保障房入市将对抑制房价起到重要作用。我国“十二五”规划中明确提出“有必要研究推进房产税改革”，近期国税总局相关人员表示“房产税下一步将扩大试点范围，并逐步建立房地产税制度”。目前国际上大多数国家出台了物业税或者房产税政策，在我国，房产税的实行将是大势所趋。按照0.8%～1.2%的征收标准，200万元的商品房每年税收为1.6万～2.4万元，累计效应会使得投资性住房持有成本明显上升，投资回收期延长。如果这种压力不能有效转嫁，则会增加对存量房的抛售量，增加市场供给，平抑房价。从2010年开始，我国开始加快保障房建设力度。2010年保障性安居工程建设规模为580万套，2011年扩大至1000万套，2012年的建设计划是不低于700万套。按照两年左右的建设进度，2013年、2014年将迎来保障房入市的高峰期。

中短期均衡一旦打破，房价下跌是大概率事件

高房价问题已经不单单是一个经济问题，而是上升到一个关系着公平和稳定的社会问题。笔者认为，中央调控房价的态度十分坚决，限购限贷等政策将在未来较长一段时间内保持不变，如果房价出现明显反弹，不排除政策加码的可能，如加速推出房产税等。

随着调控的持续，其效果将逐步显现，市场预期将发生变化，供需因素将发生逆转，目前房价的中短期均衡将被打破。短期看，不排除未来3～6个月房价在刚需推动下继续小幅反弹的可能性。但随着2013年大批量供给的入市和需求的重归清淡，房价下跌是大概率事件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2012年进出口大幅放缓，贸易顺差阶段性反弹

2012年1～9月，全国进口总额13471亿美元，同比增长4.8%，出口总额14954亿美元，同比增长7.4%，实现贸易顺差1483亿元，较2011年同期增长39%。进出口增速双双大幅下滑，处于金融危机之后的低点，我国正面临金融危机以来最严峻的对外贸易形势。造成进出口大幅放缓的原因何在？年内对外贸易能否出现回暖？在未来几年的时间里我国的经常账户数字又将如何演变？

全球经济衰退影响出口，预计2012年同比增长7.4%

全球经济的周期起伏是造成国际贸易中短期波动的最根本原因。历史数据表明，全球范围内的商品与服务贸易总量增速与全球GDP增速紧密相关，但贸易总量增速的波动更为剧烈。全球经济快速增长时期往往伴随着各国的市场开放和经济全球化程度的提高，国际贸易因此愈加繁荣兴盛，而一旦全球经济陷入衰退周期，各国往往将保证国内经济稳定、充分就业作为首要目标，导致“以邻为壑”的贸易保护主义沉渣泛起，国际贸易量大幅收缩。由于目前我国的出口商品构成中服装、家具等轻工产品和消费电子类产品仍然占据主导地位，海外经济体的消费支出对我国出口的影响尤为显著。

在经历过2008～2009年全球金融危机引发的出口急速下滑和2010年基数效应造成的短暂反弹之后，中国出口增速仍处在漫长的趋势性下行阶段，2012年以来更是屡创金融危机后的新低。尽管9月当月出口增长回升至9.9%，但基于对中国主要出口目的地经济前景的考察，我们认为2012年出口市场实质性改善的条件尚不具备，全年实现预定的10%增长目标有较大难度。

作为当前中国最大的出口目标市场，美国经济（尤其是其居民部门支出）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的增长状况对中国出口具有重要影响。当前美国经济正逐步走出衰退的泥淖，失业率、消费者信心指数等反映居民消费能力和意愿的经济指标已显示出企稳回升迹象。尽管面临财政和政治上的不确定性，实现全面的复苏尚需经历较长时间，但我们认为美国经济中长期趋势向好：房地产市场已经企稳、居民部门去杠杆化基本完成、技术与能源等要素供给优势明显。在此背景下，我国对美出口增长可望缓步反弹。

相比美国，欧盟面临的经济形势无疑更加严峻，中国对欧盟出口额2012年以来一直处于负增长区间。债务危机的长期化将造成未来较长时间内欧元区经济增长的停滞和失业率的居高不下，这将直接影响消费者的收入预期和消费倾向，历史数据表明欧盟的消费者信心与中国对欧盟出口的相关性很强，加速下滑的消费者信心预示着中国对欧盟出口将在未来一段时间内持续萎缩。另外，不断发酵的贸易保护主义情绪及相关政策的频繁出台也将为中国对欧出口蒙上一层阴影。

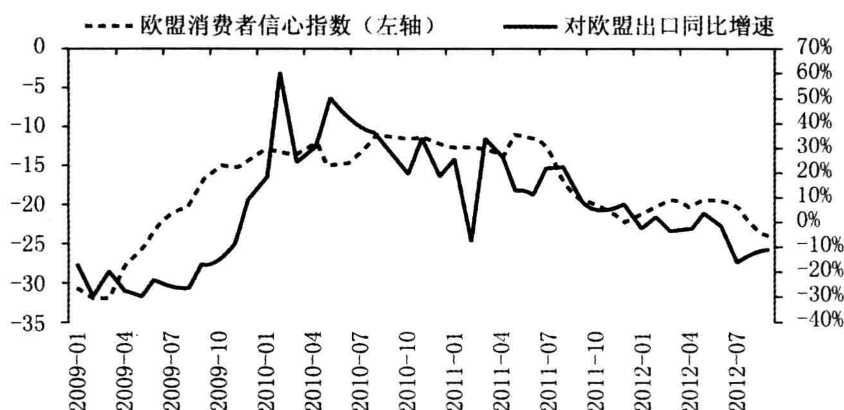


图1　对欧盟出口与欧盟消费者信心息息相关

2012年以来我国对第三大出口目的地日韩市场的出口增速同样呈现较大幅度回落，地缘政治的紧张为该地区的出口形势增添了较大的不确定性。与此同时，过去几年高速增长的新兴市场国家出口表现同样差强人意，东盟、俄罗斯维持稳定增长，而拉美、非洲地区出口增速显著回落。

值得注意的是，占我国出口总额比重超过15%的对港出口2012年以来维持了较高增速，近几个月更是出现加速迹象，同比增速超过30%。由于对港出口主要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以转口贸易为形式，内地出口至香港的商品经中转后绝大部分均流向商品的最终消费地，香港在某种程度上扮演着出口“缓冲区”的角色，未必能代表出口市场的真实需求状况，因此对于对港出口的高增长不应过分解读。

基于上述对中国各大出口目的地区经济前景的分析和具体出口金额的测算，我们预计2012年我国将实现出口总额20383亿美元，同比增长7.4%。

表1　2012年我国出口额分地区测算

目的地		2010	2011	2012Q1～Q3	2012Q4E	2012E
美国		2833.75	3245.65	2583.40	960.01	3543.41
	yoy		14.5%	9.6%	8.0%	9.2%
欧盟		3113.42	3560.96	2505.17	798.93	3304.10
	yoy		14.4%	-5.6%	-12.0%	-7.2%
日韩		1899.74	2313.84	1789.40	623.67	2413.07
	yoy		21.8%	5.3%	1.5%	4.3%
香港		2183.80	2680.39	2242.25	875.01	3117.26
	yoy		22.7%	15.1%	19.5%	16.3%
东盟		1382.95	1701.79	1447.54	545.99	1993.53
	yoy		23.1%	16.6%	18.6%	17.1%
拉美		918.14	1218.18	998.98	358.87	1357.85
	yoy		32.7%	12.0%	10.0%	11.5%
其他		3445.74	4263.00	3387.93	1266.21	4654.14
	yoy		23.7%	8.3%	11.7%	9.2%
合计		15777.53	18983.81	14954.66	5428.71	20383.37
	yoy		20.3%	7.4%	7.2%	7.4%

三大原因拖累进口，预计全年同比增长4.1%

外需不振直接拖累出口增长，而2012年以来进口贸易额增速持续低于出口，进口增长的前景同样不容乐观。如下几方面原因造成了2012年以来进口增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

速的持续低迷。

从贸易形式的角度上看，以出口为目的的加工贸易进口占中国全部进口贸易额的比例高达40%以上，因此全球经济的萧条在直接打击出口的同时势必对进口造成较大影响，2012年以来同步下滑的加工贸易进出口额增速便很好地说明了这一点。受到诸多长期因素的制约，加工贸易的发展正面临瓶颈，其对中国贸易的贡献度将日趋减小。

近年来以原油、铁矿石为代表的工业原料进口数量和金额飞速增长，我国相关产品进口量已经占据全球贸易量的很大比重，对进口总额的贡献度也已经超过30%。由于当前中国经济正陷于连续9个季度增速下滑、工业企业去库存进程尚未结束的收缩阶段，大宗原材料的进口需求受到较大影响。具体的量价分析显示，2012年以来铁矿石、原油及各种有色金属矿石进口量增长乏力，同时进口价格出现较大幅度下滑，造成2012年以来初级产品累计进口金额增长不足10%。

国内制造业投资需求的萎靡使得以特种工业机械、通用工业机械为代表的占进口总额近40%的机械设备类产品进口呈现“零增长”，严重拖累了进口总额的增长。设备投资需求及相关产品进口需求的回暖一般滞后于宏观经济的复苏，因此我们预计进口增速的反弹将继续受到压制。

在上述三大因素的共同作用下，2012年进口增速将出现大幅滑落。通过对分类别产品进口金额的测算，我们预计全年我国实现进口总额18125亿美元，同比增长仅为4.1%。

表2 2012年我国进口额分主要产品类别测算

产品类别		2010	2011	2012M1-8	2011M9-12E	2012E
初级产品		4316	6020	4224	2057	6281
	yoy		39.49%	9.39%	-4.71%	4.34%
非食用原料		2105	2850	1819	923	2742
	yoy		35.42%	-1.09%	-8.73%	-3.80%
燃料		1884	2734	2070	942	3011
	yoy		45.15%	17.87%	-3.76%	10.13%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

产品类别		2010	2011	2012M1-8	2011M9-12E	2012E
工业制品		9623	11394	7653	4191	11844
	yoy		18.40%	3.21%	5.32%	3.95%
化学制品		1497	1812	1179	611	1790
	yoy		21.07%	-0.68%	-2.26%	-1.22%
制成品		1310	1503	979	530	1509
	yoy		14.72%	-0.06%	1.29%	0.41%
机械及运输设备		5497	6308	4184	2339	6523
	yoy		14.74%	1.51%	7.00%	3.41%
合计		13939	17414	11878	6248	18125
	yoy		24.93%	5.33%	1.79%	4.08%

贸易顺差阶段性反弹，长期趋势性收窄

基于对进出口形势的分析和判断，预计2012年我国实现贸易顺差2258亿美元，较上年增加45.5%，尽管贸易总额增长乏力，但进口增速的大幅下滑将使贸易顺差自2009年以来首现增长。

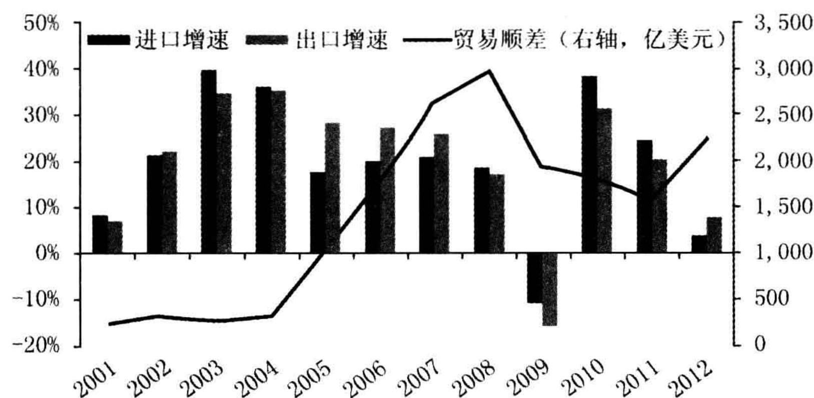


图2　近年来我国进出口增速和贸易顺差

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管全年有望出现显著反弹，但我国贸易顺差的收窄是大势所趋。经过近30年的飞速发展，中国经济总量已经跃居世界第二，基于购买力平价的GDP占全球比重已经从1980年的2.1%大幅提升至2011年的14.3%，国内与海外市场规模的此消彼长已不能支持贸易顺差继续维持在当前水平。与此同时，中国央行近年来积累起总额高达3.3万亿美元的外汇储备（占全球央行外汇储备比例达30%），国际收支的巨大不平衡已经深刻影响到全球政治经济环境的稳定。

中国的贸易顺差不仅面临规模上的瓶颈，“人口红利”的逐渐减少和出口部门对低附加值产业的依赖使得中国对外贸易的长期前景不容乐观。以最能代表中国对外贸易特点的劳动密集、技术含量低的加工贸易为例，加工贸易总额同比增速已经从“入世”后的40%回落至不到10%。从出口的产品结构上看，纺织服装、家具用品、办公机械和自动数据处理设备等较低端产品的出口仍然占据较大比重，而专业科学类仪器、特种机械和各类运输设备在出口总额中的占比仍然较低，且自金融危机之后并未出现显著提升。摆脱经济增长对于低端出口部门的依赖，仍然需要付出很长的时间和很大的努力。在此期间，中国出口的增长动能将日趋衰弱。

综上所述，在全球经济持续低迷、人口红利逐渐减少、出口产业升级尚需时日等诸多因素的共同作用下，中国出口增速将出现长期性的放缓。通过分析全球GDP名义增速（扣除中国）与中国出口增速之间的历史关系，结合对未来趋势的判断，我们预计未来几年内中国出口增速的波动中枢将逐步下降至不到10%的水平，至2015年实现出口总额约25800亿美元；综合考虑国内市场对能源、农产品等持续增长的需求对应的内需型进口（与中国名义GDP成比例增长）和持续存在的加工型进口，我们预计未来几年中国进口增速将保持在10%左右，至2015年实现进口总额约24900亿美元。当前的巨额贸易顺差将在未来数年内逐步收窄，到2015年中国贸易逐渐趋向国际收支平衡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国股市迎来历史性建仓机遇

A股市场在经历了5年的下跌后，大部分的市场投资者亏损累累，甚至陷入绝望。而行情往往在绝望中见底、在犹豫中展开，就在大部分人不再关注股市走势的时候，一系列积极信号已经出现。随着经济触底回升，货币流动性逐步改善，新的经济和政治周期开始，股市风险收益对比逆转，中国股市正在迎来历史性建仓机遇。巴菲特曾说，别人贪婪的时候我恐惧，别人恐惧的时候我贪婪。现在，该是贪婪的时候了！

去库存接近尾声，经济短周期见底

宏观经济短周期的变化在微观上体现为企业库存的变化。在经济处于上升通道时，由于需求强劲，企业往往选择扩大产能，原材料库存高位运行，而产成品库存因为销路顺畅不会出现大幅上升；随后经济出现过热苗头，政策开始收紧，需求逐步下降，但企业此时往往仍按照原有生产节奏进行生产，此时库存表现为原材料库存和产成品库存同时上升；当企业意识到经济下滑的时候，开始减缓原材料采购，而产成品库存却由于需求下降而继续上升，此阶段原材料库存下降而产成品库存上升；由于经济此时已处于下降通道，企业会减少原材料购买而保留现金，原材料库存出现下降，但需求的大幅萎缩使得产成品库存出现积压。所以，经济短周期的底部往往出现在企业原材料库存最少而产成品库存最多的时候，也即两者的差距最大的时候。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

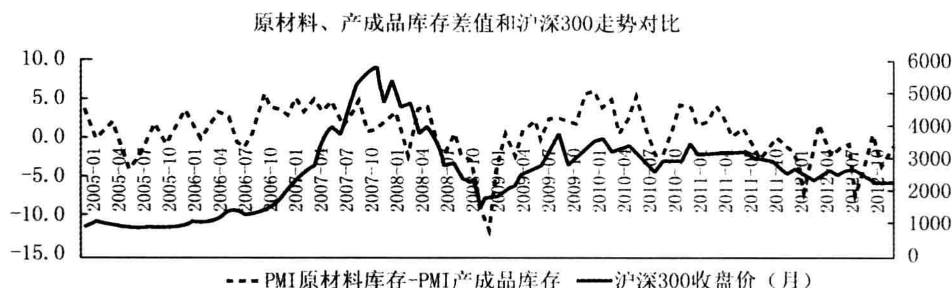


图1 库存差与沪深300走势对比

我们将PMI原材料库存和PMI产成品库存的差值（下文简称“库存差”）走势与沪深300指数的走势进行了对比，结果表明两者走势存在着明显的一致性。2008年11月，库存差见到-11.3的极值，沪深300指数于11月4日探明最低点；2009年11月，库存差见到6.0的最高点，而沪深300指数于11月24日见到自2009年年初反弹以来的次高点3698.13点后开始一路下跌；2010年7月，库存差下降至-2.1后开始反弹，与此同时沪深300在7月2日下探至2462.2低点后也开始反弹。由此可见，库存差的高低点与沪深300的高低点几乎同步。

分析近期的库存差走势，呈现明显的双底走势，且右侧底部抬高。2012年5月库存差创下自2008年金融危机以来的最低值-7.1，8月探得次低点-3.1。而9月的库存差为-0.9，较8月回升2.2。库存差的走势表明，微观企业最困难的时期正在过去，企业已经进入本轮去库存周期的尾声。按照历史经验，股市也将同步走出底部，开始新一轮的上涨。

比库存指标更敏感的是价格指标，只有PPI不再回落，才意味着经济收缩过程结束，新一轮经济周期来临。近两个月的PPI虽然环比仍在下滑，但下降幅度明显收窄，9月环比下降仅0.1个百分点。按照这种趋势，PPI环比有望在10月转正，这有利于企业完成去库存周期，“原料价格回升——补库存——价格进一步回升”的正向循环正在形成。按照历史经验，PPI同比增速往往领先工业企业库存增速1～2个月，照此推算，企业将在2012年四季度或最迟2013年一季度迎来补库存阶段。这与前面库存差分析得到的结论是一致的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

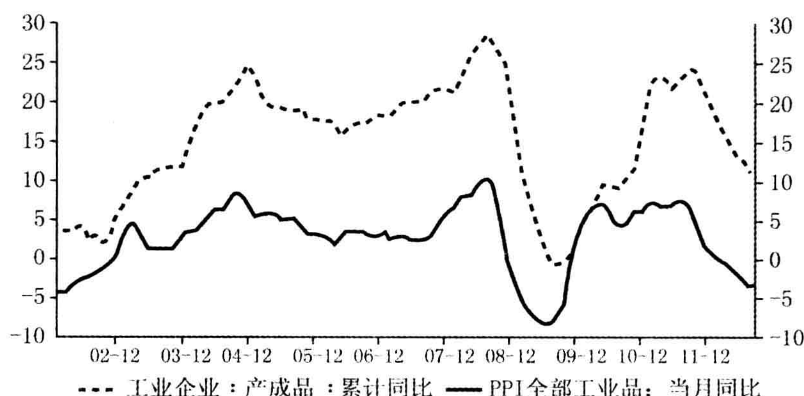


图2 PPI同比增速领先工业企业产成品增速1～2个月

综合以上分析，我们认为，本轮源自2011年11月、历时10个月的企业去库存周期即将结束，工业企业经营最为困难的时期或已过去，盈利水平有望回升，中国经济短周期见底在望。而股市也有望随之走出低迷。

M1增速大幅回升，流动性改善助力股市上涨

2012年，央行分别两次降低存款准备金率和降息，近期又通过连续的天量逆回购注入流动性，资金成本显著下降。M1和M2的见底表明中国经济本轮金融周期的收缩已经结束，未来货币和信贷供应有望温和走高，助推实体经济回暖。

M1见底回升，助力股市上涨。历史经验看，M1增速与股市收益大致同步。分阶段来看，2003年3月M1增速高点20.12%，4月上证指数达到阶段性高点1649.6点；2005年3月M1增速低点9.9%，6月上证指数达到998.23点；2007年10月M1增速高点22.21%，同月上证指数见到历史高点6124点；2010年1月M1增速高点38.96%，同月上证指数达到自2009年初反弹的次高点3300点一线之后开始下跌。

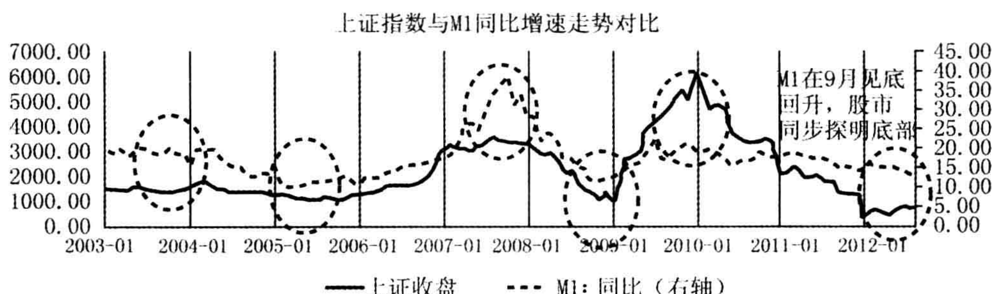


图3 上证指数与M1走势基本同步

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从2010年1月至2012年8月，M1收缩31个月，创下M1收缩时间最长的纪录，其增速更是史无前例地在5%以下徘徊数月之久。9月，M1同比增速大幅反弹至7.3%，虽然有出口季节性回暖的作用，但我们认为M1本轮调整周期已经结束，企业去杠杆已经接近尾声。与此同时，上证指数在9月达到本轮下跌低点1999.48点开始反弹，从历史经验看，这个低点有可能成为一轮新的上涨周期起点。

外汇占款大幅回升，资本流出局面开始缓解。2011年四季度以来，新增外汇占款大幅减少，热钱流出明显，同期上证指数下跌超过20%。我们对比了2010年至今热钱环比增速和上证指数走势，发现两者具有高度一致性。2010年6月，热钱流出环比达到阶段性低点-2.7%，上证指数于7月探明阶段性低点2319.74点；2010年10月，热钱环比增速达到阶段性次高点7.7%，上证指数在2010年11月见到阶段性顶部3186.72点。2011年4月，热钱环比增速出现骤降，单月环比降幅3%，同月上证指数快速跌破3000点大关，并拉开了长达一年半之久、下跌幅度超过1000点的漫长下跌过程。

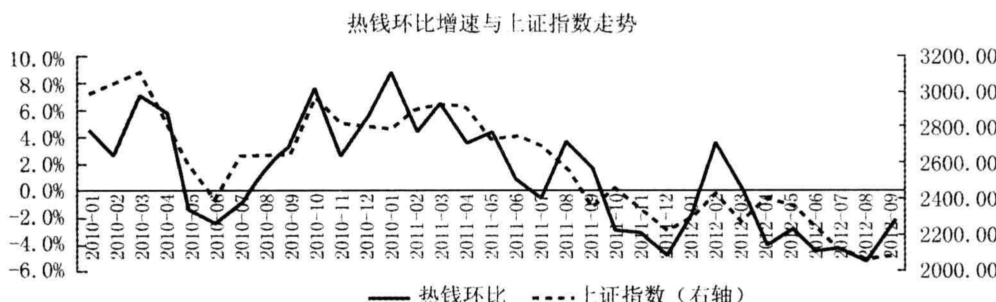


图4　热钱环比增速与上证指数走势对比

至2012年8月，热钱流入中国环比增速下跌至-5.2%的低点，9月出现明显回暖，大幅反弹至-2.3%。与此同时，上证指数也在9月探明1999.48点的低点后迅速展开反弹。我们认为，随着中国经济增速的见底企稳预期逐步增强以及欧美大规模宽松政策的实施，未来热钱回流中国的趋势可能延续，这将有利于股市持续上涨。

经济触底回升，上市公司业绩有望企稳

基础设施投资对经济的拉动作用正在逐步体现并对冲房地产投资的低迷，制造业投资和出口增速有望回暖，消费稳步增长，四季度GDP同比增速将出现回升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

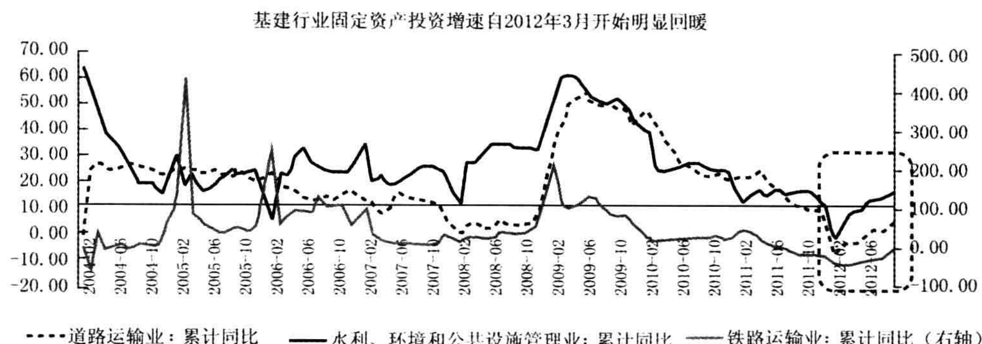


图5　基建行业投资增速自2012年3月开始明显回暖

数据显示，铁路、公路和水利等重点行业投资增速自2012年3月开始出现回升。其中，铁路建设成为本轮基础设施建设的重头戏。9月5日，发改委再批复25个轨道交通建设规划，涉及18个城市、总投资规模逾8000亿元。10月，铁道部年内第三次追加今年投资规模至6300亿元人民币，如今年全部完成，将比去年的实际完成额增加9.24%，也意味着2012年四季度铁路投资总额将达到3200亿元，超过前三季度的总和。

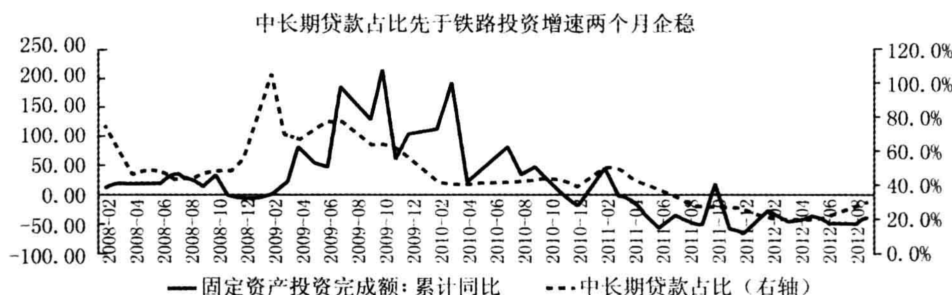


图6　中长期贷款占比回升助力铁路投资

与此同时，资金对基建项目的支持力度正在逐步显现。铁路部门的固定资产投资累计增速在2012年2月见底，而新增贷款中非金融部门中长期贷款占比提前两个月达到本轮调整低点后开始逐步企稳，2012年9月已由最低点11.2%回升至20.5%。与此同时，信托资金投资于基础产业资金占比也结束了自2010年年初的下滑，自2012年开始出现稳步上升。从2012年9月的社会融资总量来看，中长期新增贷款为1277亿元，而新增信托贷款为2024亿元，环比增长65.3%，比7月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的384亿增长4.3倍。随着铁道部对项目控制权的逐步放开，大量的地方和民间资金有望通过信托等形式进入铁路建设领域。

房地产投资依旧低迷，但下跌空间恐已有限。制造业投资来看，PPI逐步企稳，9月规模以上工业企业利润同比增速从8月的-6.2%大幅回升至7.8%。我们认为，PPI的回暖和工业企业盈利能力的好转有利于企业补库存并将逐步传导到设备投资领域，制造业投资增速将在2年四季度或明年一季度见底回升。

美国经济持续向好，将带动我国出口缓步回升。三季度美国GDP增长加速至2%，高于1.8%的预期值，也显著高于二季度1.3%，我们认为美国经济在消费者支出增长和住房市场回暖的带动下将持续回升。消费者支出方面，密歇根大学10月消费信心指数从9月的78.3上升至82.6，创下5年以来新高，这一数据自2011年8月以来连续回升，个人消费支出增速也从二季度的1.5%上升至三季度的2%。随着圣诞季的来临，占美国GDP比重达70%的个人消费领域将持续改善。住房市场方面，9月美国新屋开工数环比大幅增长15%至87.2万套，建筑许可数环比增长11%至89.4万套，均创下自2008年7月以来新高，这两个数据自2011年以来均连续回升。此外，长期低利率和QE3的推出也将在未来为消费和住房领域复苏注入持续动力。考虑到对欧出口再次大幅下滑的概率不大，我们认为，美国经济的持续向好将带动我国出口缓步回升。

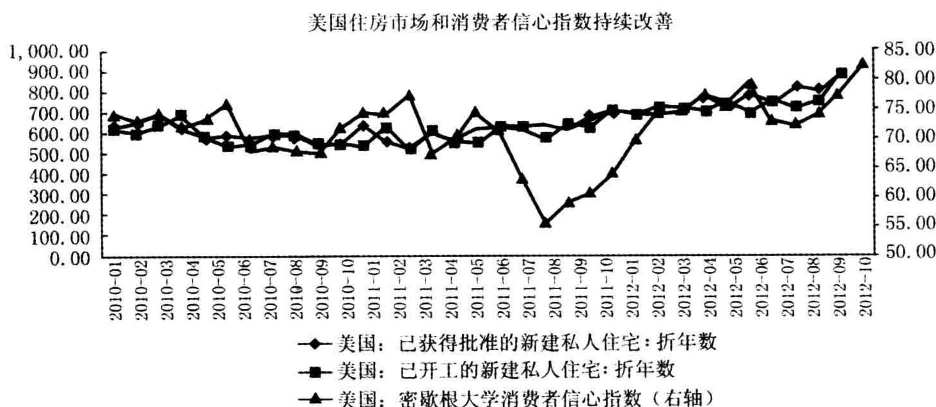


图7 美国住房市场和消费者信心指数持续改善

长期来看，从2002年至2010年的9年间，资本形成对GDP的贡献率始终大于消费。而2011年，消费对GDP的贡献率达到55.5%，近十年来首次高于50%，并高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出资本形成贡献率6.7个百分点，或许暗示经济增长方式的转变已经在悄然进行了，消费有望取代投资成为未来十年中国经济增长的新引擎。当前，中国城市化率只有50%，人口红利依然能够维持10年以上，储蓄资本和外汇资本雄厚，如果十八大以后能够启动相关领域的改革，我国经济在未来十年仍将保持高速增长。

宏观经济的触底企稳已经反映到微观企业的业绩方面。2012年9月规模以上工业企业利润当月同比增速由8月的-6.2%大幅回升至7.8%，累计同比增速亦出现明显收窄。我们认为，上市公司业绩有望在2012年四季度出现拐点，而股市必然提前反应这一预期。

估值安全边际充分，风险收益比出现逆转

本轮股市下跌的一个重要原因是中小板、创业板的去泡沫化。2010年，中小板、创业板的平均发行市盈率一度达到惊人的60倍和80倍，100倍以上市盈率发行的股票也屡见不鲜，二级市场的上涨空间被完全挤压。随着管理层对一、二级市场协调发展的重视以及新股发行改革的推进，中小板、创业板的发行市盈率不断下移，2012年三季度，中小板和创业板的平均首发市盈率为28.7倍和32倍，与二级市场市盈率已经基本衔接，估值步入合理区域。

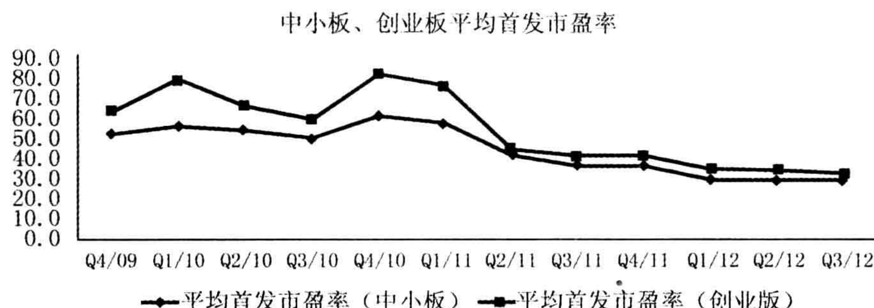


图8　中小板、创业板首发市盈率大幅下降

当前A股市场整体市盈率约10.9倍，处于历史最低水平，并且低于标普500约17.8倍的整体市盈率。无论是与历史纵向对比还是从与国际成熟市场的横向对比而言，A股市场都已经具备足够的安全边际。美国股市在经历了连续上涨后，近期出现见顶迹象，而中国股市已连续下跌了5年，跌幅超过60%。我们认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为，随着中国经济逐步企稳，中国股市对国际资金的吸引力正在增强。

随着房地产领域调控的长期化，投机性需求被挤出，中国房价很难再出现大幅上涨；同样吸引了巨额资本的PE行业经过过去两年的“全民PE时代”，入股成本显著抬高，退出难度变大，行业将进入微利时代；随着货币环境逐渐宽松，债券市场和货币市场的吸引力也将大幅下降，相比较而言A股市场正在迎来历史性建仓机遇。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国PE行业步入严冬

近两年来的“全民PE时代”已经将PE行业变成了一片红海。投资者“散户化”、资金“热钱化”使得投资成本逐步抬高。随着二级市场持续低迷，IPO明显降温，VC/PE机构的投资回报率大幅下滑。进入2012年，行业募资、投资活跃度出现明显下滑，中国PE行业正在步入严冬。

“全民PE”时代，投资成本逐步攀升

2009年IPO重启和创业板推出后，PE行业不断制造着“暴富神话”。与此同时，我国富人阶层财富保值增值要求不断增强，在“暴富效应”带动下，大量“有钱人”选择跟风进入这一行业，希望从中分一杯羹。2011年二季度，VC/PE行业LP总数为3947个，至2012年三季度，这一数字已经达到惊人的7018个，涨幅高达77.8%。

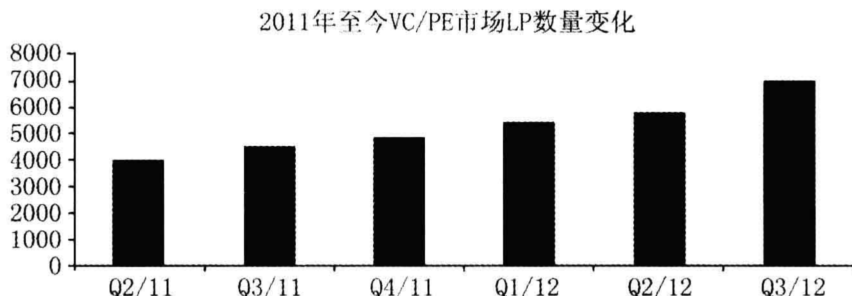


图1　LP数量大幅上升

其中“富有家族及个人”LP占据半壁江山，2012年三季度，“富有家族及个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人”LP数量为3516个，占比50.1%，投资者“散户化”十分严重。投资者“散户化”、资金“热钱化”带来的后果就是投资成本不断被抬高。与机构投资者相比，这部分资金的抗风险能力较差，投资周期短但要求回报率较高，这直接导致了“PRE—IPO”模式盛行，哄抬价格的情况屡见不鲜。近两年来，10倍以下市盈率入股的案例已经越来越少，个别项目甚至出现了20倍入股的高价，大部分项目的入股成本在10～15倍市盈率之间。

PE投资回报率大幅降低

在投资成本抬高的同时，作为PE退出主要渠道的IPO回报率却在大幅下滑。IPO的“主战场”——中小板和创业板的发行市盈率持续降温。

2010年四季度，中小板、创业板的平均发行市盈率达到60倍和80倍，当时100倍以上市盈率发行的情况也屡见不鲜。然而，“疯狂”并未持续太久。2011年二季度，创业板发行市盈率骤降至44.4倍，环比降幅高达40.6%。此后，由于二级市场持续低迷以及新股发行改革等措施的推进，中小板、创业板发行市盈率逐季回落，至2012年三季度分别回落至28.7倍和32倍，已经接近二级市场市盈率水平。

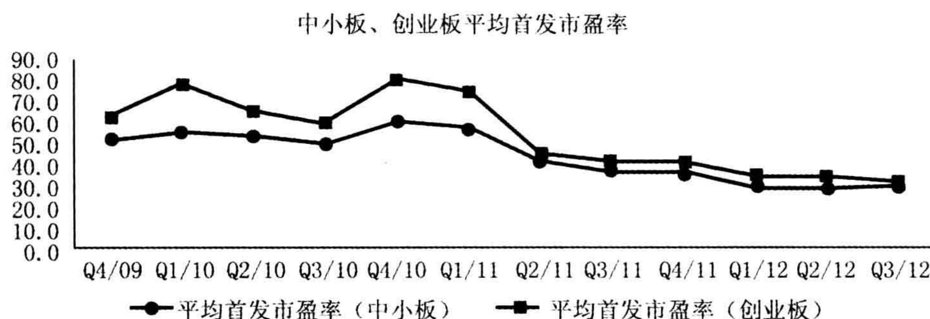


图2 中小板、创业板发行市盈率大幅下降

投资成本上升和IPO降温必然会导致PE机构的投资回报率大幅降低。从近两年PE机构IPO账面回报情况看，2011年一季度回报率曾达到9.08倍的高点，而后一路下滑，至2012年三季度，投资回报率只有2.73倍，较2011年最高点下滑70%。从环比来看，近两年只有两个季度环比增速为正，2012年三季度环比下滑23.1%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

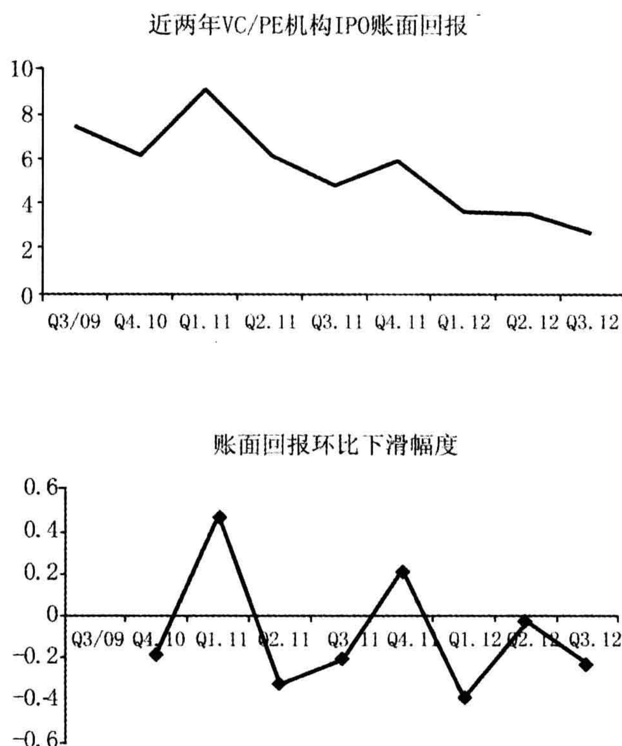


图3 近两年VC/PE机构IPO回报率大幅下滑

回报率未来的这种下跌趋势还将延续，PE机构IPO账面回报率将在未来一到两年逐步下跌至2倍以下。

前两年收益的下滑主要是由于二级市场市盈率下跌导致退出收益下滑所致，按照项目投入后两年上市的时间衡量，大部分项目的投入时间在2010年或以前，当时的入股成本还未被明显抬高。而未来一两年，2010年以后的“高价项目”将逐步上市并流通，高投入成本的压力将逐步显现。按照平均入股成本12.5倍市盈率，并分别以未来两年中小板、创业板平均市盈率25倍、30倍、35倍和40倍四种情况计算（目前中小板24倍、创业板36倍），未来两年的账面回报率将分别为1、1.4、1.8和2.2倍，取平均为1.6倍。按照四年的投资期并扣除20%的所得税后，得到未来两年VC/PE机构IPO退出的年平均回报率仅为22.9%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

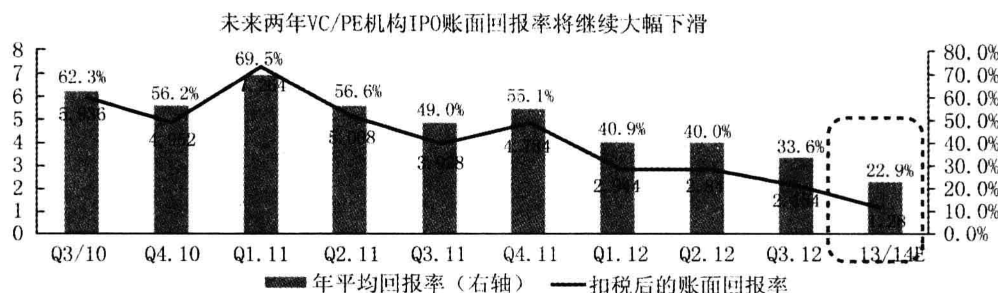


图4　未来两年IPO账面回报率和年均回报率继续下滑

PE投资通过IPO退出难度加大

目前，IPO依旧是我国PE机构退出的主要渠道。随着全球经济逐步走出金融危机泥潭，2009年四季度至2010年四季度间，中国企业IPO经历了一年多的“蜜月期”。2010年四季度，VC/PE支持的企业境内外IPO上市公司数量达到91家，创出金融危机以来的最高值。然而，2011年一季度开始至今，中国企业IPO上市数量出现明显的下台阶走势。2011年一季度，VC/PE支持企业境内外IPO上市数量从91家大幅下滑至48家，降幅达到47.3%。从2011年四季度开始，VC/PE支持企业境内外IPO数量已经连续四个季度低于35家。

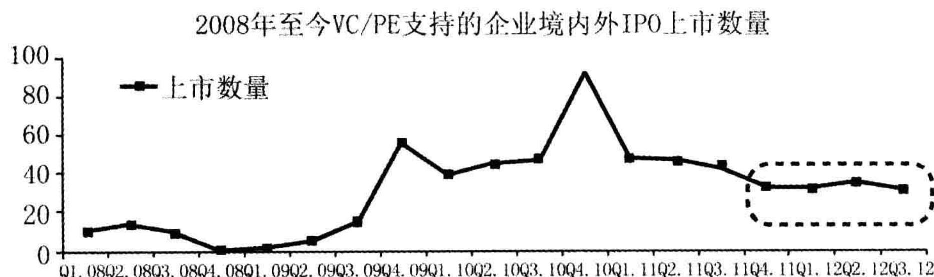


图5　2011年以来，VC/PE支持企业境内外IPO上市数量呈现下台阶走势

境内市场来看，2010年一季度至2011年一季度，中小板、创业板季度IPO合计数量平均为80家，而后大幅回落。2011年二、三季度回落至60家左右的水平。近四个季度，每季的IPO数量始终没有突破45家，2012年三季度降至37家，创下2009年以来的最低值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

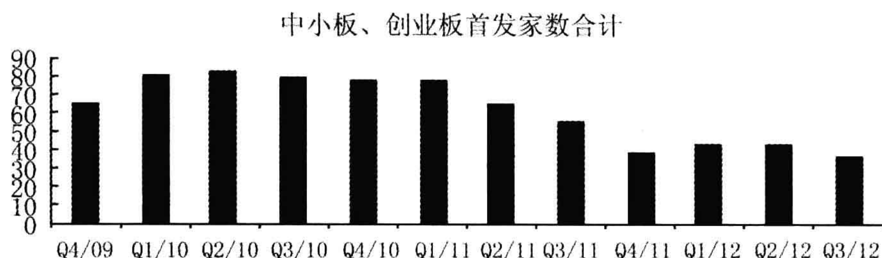


图6　中小板、创业板发行上市公司数量明显降温

境外市场来看，随着2011年中国概念股被做空，中国企业的境外IPO之路开始变得越发艰难。2011年全年和2012年前三季度共境外上市企业75家和36家，而2010年四季度单季就有66家中国企业境外IPO。美国NASDAQ市场作为中国企业境外上市的主要目标市场，只能用惨淡来形容。目前，已连续两个季度没有中国企业赴美国上市了。

从等待IPO上市的潜在上市公司数量看，未来PE机构以IPO上市方式退出无异于“千军万马过独木桥”。沪深交易所发布的最新IPO申报企业信息显示，目前沪深交易所审核中的待上市企业数量为749家，按照境内IPO近两年季均上市65家公司来计算，已经申报的待上市企业就需要将近三年才能消化完。

而潜在的待上市公司数量更是数不胜数，即使按照国内目前5000家VC/PE机构（不完全统计）、一家机构一年投资一家企业来计算，则每年潜在上市资源增量为5000家，我们按照以IPO方式退出的比例为20%计算，每年通过IPO上市的潜在公司增量为1000家。如果以当前季均上市65家公司来计算，一年的增量需要近四年才能消化完，这显然是不可能的。未来，大批项目将面临失败风险，或寻找新的退出渠道，如并购或转让。

募资和投资金额大幅下滑，PE行业步入严冬

行业的低迷必然会导致募资和投资金额的大幅下滑。

从募集资金的情况看，2011年一季度开始VC/PE行业募资总额持续三个季度井喷，单个季度募资总额均超过百亿美元。但自2011年四季度开始，募资总额和新募基金数量出现断崖式下跌，至今已连续四个季度低位运行。2012年三季度，VC/PE行业募资总额26.69亿美元，同比下滑79.3%，单只基金平均募集金额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5931万美元，创出自2010年以来的最低点。

从投资情况看，行业投资总额在2011年二季度创出105.63亿美元的高点，而后呈现明显回落态势。投资案例总数连续四个季度回落，回落幅度达到56.1%。2012年三季度，投资案例总数自2010年二季度以来首次单季跌破100个。

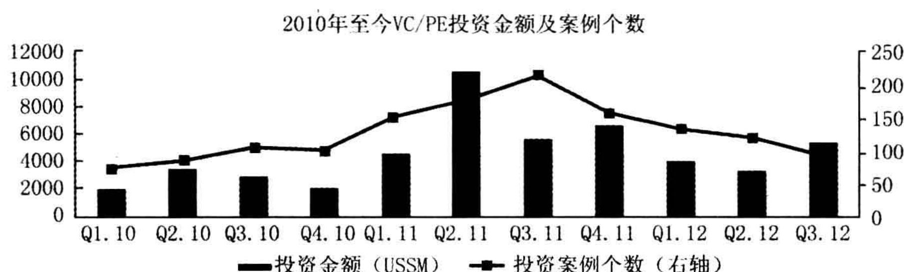


图7　投资金额和投资案例总数明显大幅下降

募资和投资活跃度的大幅下滑，预示着资金对VC/PE行业的前景日趋谨慎，行业正在步入严冬。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人民币汇率长期升值趋势不改

2010年6月以来，人民币升值窗口再度开启，至2012年11月累计升值幅度已达10%，与此同时，人民币即期汇率的波动亦显著增大，尤其是2012年以来人民币汇率先贬后升，大起大落。面对低迷的国内外经济和高度不确定的发展前景，关于人民币汇率长期走向的争论不绝于耳：有观点认为在经济潜在增速放缓、贸易顺差大幅缩窄的背景下，人民币汇率已经基本达到均衡水平，更有悲观者认为中国经济高速增长难以为继，海外资本的流出将成为常态，人民币面临贬值风险。跳脱出短期的市场波动，从长周期的角度上看，人民币究竟价值几何？

购买力平价理论显示人民币未来五年升值10%

汇率的短期波动更多体现其金融属性，具有明显的随机性特征，而在长期内，一国货币的汇率必将趋近于由该国经济、政治实力所决定的均衡水平。在众多的均衡汇率决定理论中，购买力平价理论的影响力最大，对长期汇率变化趋势的解释力最强。绝对购买力平价理论以不同货币购买同质同量商品或服务所需的货币数量之比计算两国货币间的均衡汇率，在此基础上，相对购买力平价理论进一步假设在通胀对各国货币购买力的影响一致的条件下，一国劳动生产率的高低从根本上决定了其货币的价值：劳动生产率越高，单位时间内生产的产品或服务就越多，因此其单位货币对应的实际购买力越大，该货币就理应升值。

历史经验表明，任何一个国家在经济起飞和劳动生产率提高的过程中都不可避免地面临本币升值的压力，在美国超越英国成为全球霸主的20世纪初期，美元曾经对英镑升值三倍以上，而在二战后迅速崛起的德国和日本也经历过马

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克和日元相对美元三倍以上的升值。过去十年来，处于经济追赶期、享受人口红利和全球化红利的中国经济在总体规模和劳动生产率方面以远高于发达经济体的速度增长，但同期中美两国累计通货膨胀率基本相当，这就造成了人民币持续的升值压力。

从数据上看，自2005年7月中国政府允许人民币兑美元汇率有管理地浮动以来，人民币累计升值的幅度仍然远远不足以反映中美两国之间劳动生产率增速的差异。劳动生产率一般以人均GDP衡量，由于人口和劳动力总量变化幅度较小，GDP增速可以近似反映劳动生产率的增速。自2005年汇改以来，人民币兑美元累计升值幅度约为32%，而同期中国GDP累计增长123%，美国GDP累计增长11%，两国经济增长差异所隐含的理论升值幅度在1倍以上，而这尚未考虑汇改前中国经济高增长所累积的人民币升值压力。

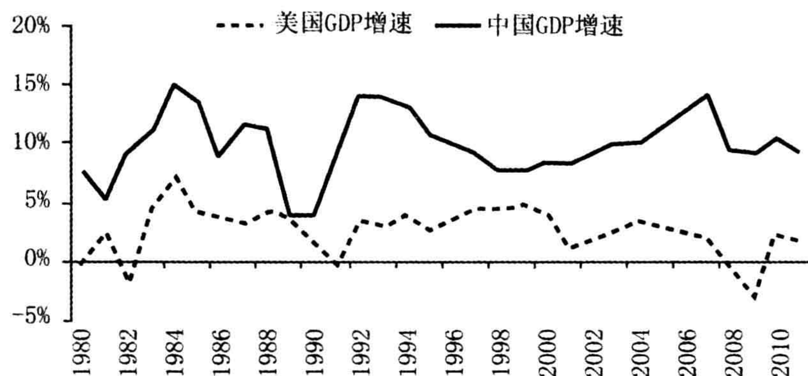


图1　中美经济增长率的差距是人民币升值的根本原因

放眼未来，尽管有人士质疑中国经济潜在增速和劳动力生产率正面临人口红利衰减的影响，长期投资回报率趋于下降，人民币升值已到尽头，但如果考虑到城镇化、制度创新等方面潜藏的巨大潜力，中国经济相对于发达经济体的增长优势仍将持续存在，人民币的升值进程远未完结。

基于购买力平价理论的长期均衡汇率测算显示，未来五年人民币仍将延续温和升值态势。按照上文人民币升值幅度和中美经济增速差异计算的“升值弹性”约为3.5，即中国经济增速每超出美国3.5%，人民币兑美元汇率将上升1%。假设未来五年中国经济保持7.5%的平均增速，而美国经济增长率在2%附近徘徊，则五年后人民币兑美元均衡汇率水平约为5.7，较当前升值9.5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国内外利差显著，人民币吸引力增强

基于利率平价理论的分析同样指向人民币升值的结论。利率平价理论指出，两个国家之间不同的市场利率水平将引发国际资本从低利率国家流向高利率国家以实现套利，从而导致高利率国家的货币升值。历史数据表明，国内外利差对人民币汇率走势具有较强的指示性。分别以人民银行制定的1年期贷款基准利率和美国联邦基金利率作为中美两国基准利率的参考指标，过去几年中美利差始终为正，但波动幅度较大。2006年利差处于不到1%的低位，全年人民币升值3.3%，而2007年至2008年间美联储大幅降息，中美利差陡增至5%，同期人民币升值速度大大加快，两年累计升值14%，2010年重启汇率浮动后两者的相关关系依然存在。

由于深陷经济衰退的泥淖，当前美、欧、日三大发达经济体均诉诸极度宽松的货币政策以求刺激经济。美国自2008年11月起连续推出三次大规模量化宽松（QE）政策，前两轮QE分别向美国乃至全球金融市场注入总额高达1.7万亿美元和6000亿美元的巨量流动性，而新近推出的QE3更将无限期地向美国住房抵押证券市场持续提供每月400亿美元的资金，与此同时，美联储也表态将把联邦基金目标利率维持在0～0.25%的极低水平直至2015年年中。无独有偶，为了刺激经济增长、拯救深陷债务危机的各国政府和银行系统，欧元区也于近期启动了无上限的OMT政府债券购买计划。日本央行历来坚持超低利率政策，使得日元成为国际资本进行利差交易的主要资金来源，金融危机后日本央行国债累计购买规模已经攀升至90万亿日元，量化宽松力度丝毫不逊于美欧。

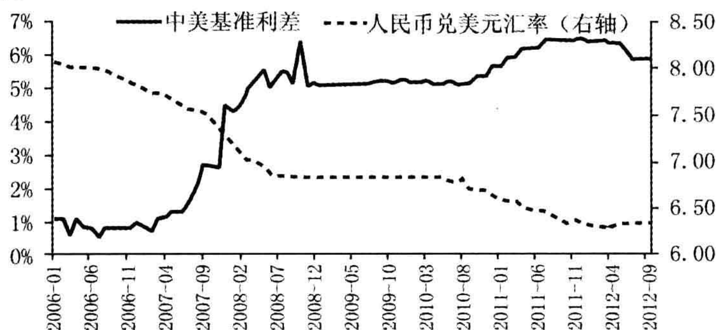


图2 中美利差直接影响人民币升值速率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相对于货币泛滥的各大发达经济体，中国政府对于货币政策的态度则谨慎得多。2009年连续大幅降息和9.5万亿天量信贷投放尽管在短期内起到了刺激经济的作用，但其引发的高通胀、房地产泡沫和银行不良贷款等后续问题对经济造成了深远影响，致使当前央行对于采取宽松政策可能造成的后果仍有所忌惮。在政府坚持房地产调控政策不动摇、通胀回落态势尚需观察的背景下，预计未来货币当局将更多通过逆回购、央票等公开市场操作和对新增贷款规模的监管，维持较为稳健的货币政策基调。

国内外货币政策的显著差异导致当前人民币与其他主要货币之间存在较为明显的利差，中美利差更是居于有史以来的高位，这意味着套利空间的存在和人民币即期汇率的明显低估。我们预计中国与其他主要国家之间的高利差将成为未来若干年内的常态，海外经济体持续的货币超发势必打击市场对其货币价值的信心，人民币汇率将因此得到持续有力的支撑。

另外，尽管目前我国对于资本账户仍存在管制，但这并不能妨碍利率平价理论发挥作用，因为海外资金能够通过借道经常账户等多种途径有效规避资本账户管制涌入中国，例如境内外贸企业可以通过低报进口、高报出口或预收货款、延迟付款等方式将资金截留在国内，具有逐利本性的套利资本的力量终将推动人民币升值。

全球配置需求助推人民币升值

除了直接受到实体经济的影响外，作为一种金融资产，货币的价值同样受到金融市场上的投资者大类资产配置决策和全球资本流动的显著影响。过去十年，中国房地产市场的繁荣在很大程度上提升了人民币资产对于海外投资者的吸引力，从资产配置的角度促进了人民币的升值。展望未来，中国房地产市场的增值空间已经有限，而随着市值规模的不断扩大和市场制度的逐步完善，A股市场的长期投资价值已经显现，并逐渐引起国际资本的重点关注，近期QFII对A股投资力度不断加大，同时周边港股市场和美国中概股表现优异，显示出海外资本对中国经济增长和资本市场的信心。随着资本账户管制的放松，越来越多的海外资本将把A股为代表的中国资本市场作为全球大类资产配置的重要组成部分，人民币资产仍然能够继续吸引国际资本的流入，人民币长期升值具备金融层面的支撑。

人民币在全球范围内吸引力提升的根源不仅在于金融市场的资产配置需求，更在于全球化背景下我国持续提升的政治经济影响力。近年来我国在经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上飞速发展，国际贸易地位日益提高，在政治上国际影响力与日俱增，人民币正逐渐成为一种重要的区域性国际货币。

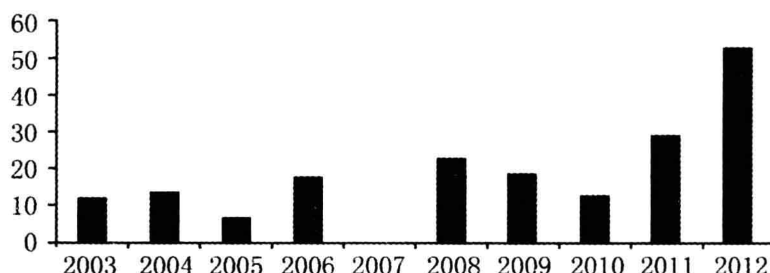


图3　获批QFII家数爆发式增长

其他国家对人民币的需求首先产生于贸易结算层面。目前越来越多与中国贸易关系密切、本国经济深受中国市场影响的国家尝试使用人民币进行贸易结算，有报道称人民币已经超越英镑跻身全球三大结算货币之列，预计到2015年超过三分之一的进出口贸易将通过人民币结算，逐步升值的汇率和人民币在国际范围内更普遍的流通形成了良性循环。

在更深的层次上，研究显示包括韩国、印尼、马来西亚、新加坡、泰国及中国台湾在内的大部分东亚国家和地区的货币汇率与人民币之间的关联度已经超过与美元、欧元的关联度，我们预计人民币将在五年内成为一种重要的区域性国际货币，成为东亚各国外汇储备的重要组成部分和制定汇率政策的参考基准。

欧元当年的崛起可以为研究人民币国际化对汇率的影响提供借鉴。自1999年诞生至今，欧元已经从一种全新的货币迅速发展成为仅次于美元的全球性货币，在全世界范围内流通和储备，在此期间欧元累计升值幅度曾接近100%。欧元的崛起正是欧元区在国际经济和政治领域影响力的体现。展望未来，随着我国金融自由化改革的逐步推进，人民币成为全球可自由兑换货币已为时不远，国际化带来的交易性需求和储备性需求无疑将推动人民币成为继欧元之后全球货币体系新的一极，人民币的升值空间将进一步打开。

基于上述针对实体经济、金融市场、政治环境的多角度考察，我们认为人民币的价值仍然存在低估，短期波动不改长期稳步升值趋势，人民币仍将是全球最有吸引力的货币。我们预计五年之后，随着中国国际收支由盈余转向基本平衡，全球经济结构趋于稳定，人民币兑美元汇率将升值至5.7左右，基本达到均衡水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后 记

新供给主义宣言——让财富的源泉充分涌流

凯恩斯主义和货币派交替误导中国

凯恩斯主义的全部理论基础都是建立在三大假设基础上，边际报酬递减、边际消费倾向递减和货币流动性偏好。如果这些假设都正确，需求不足一定会周期性出现，因此凯恩斯主义认为政府必须阶段性通过财政政策和货币政策刺激总需求才能维持经济增长和就业。

而货币主义则坚信一切通胀归根到底都是货币原因造成的，因此只要物价指数超过他们的舒适点，他们就毫不犹豫地要求政府紧缩货币。

在以上两种思想的交替指导下，每当经济增速有所下滑，中国决策部门就会高举凯恩斯主义的大旗，拼命刺激“踩油门”；每当通胀有所抬头，决策部门就会举起货币主义的大旗，拼命紧缩“踩刹车”——频繁地踩油门和踩刹车的结果，中国经济越来越颠簸，经济周期也越来越短。

在每一轮财政和货币扩张中，传统产能过剩等经济结构性问题都越来越严重，中国经济对政府投资、低端出口的依赖都越来越强；而每一轮剧烈的紧缩，都伴随着金融垄断加剧、高利贷泛滥、中小企业的大批倒闭和股市的剧烈下跌。

此外，一旦决策部门把频繁的周期性调控政策当成其日常专职工作，就会对中国经济的深层次矛盾和长期增长动力问题视而不见，任其不断恶化。

……

事实上，中国经济整体平稳增长的主要动力，根本不是来自于凯恩斯主义的政策刺激，物价得到控制也不是货币主义的功劳。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方期货公司手续费比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就增长而言，中国经济的增长动力源自中国人口本身的活力、城市化进程、资本和资源的持续投入、技术的进步和制度的改进——任何内部或外部的力量都不可能压制这种强大的内生经济增长动力。印度人说，我们的经济是在政府睡觉的时候偷偷增长的；中国呢？人们的确看到“政府之手”粘在中国经济列车的尾部，但到底是这只手在推着列车前进，还是列车在拼命挣脱这只手的控制而前行？

可怕的是，越来越多的人在看清了凯恩斯主义危害的同时，却错误地相信了货币派。比如，坊间流传的中国超发了多少万亿货币，并严厉要求政府长期保持偏紧的货币政策，以防止通货膨胀。问题是，中国从90年代中期就逐步进入了“过剩经济”阶段。在制造业产能严重过剩的背景下，怎么可能有严重通货膨胀？货币主义同凯恩斯主义错误的根源同样在于他们只看到硬币的一面——需求，而不去分析硬币的另一面——供给。事实上，只有超出过剩产能的货币量才可能造成一般物价水平的上涨，连“单位产能货币供应量”都不去计算的货币派，怎么有资格谈论一般物价水平的上涨呢？

事实上中国90年代中期以来的每一轮所谓通胀都只不过是“食品通胀”，而食品通胀的根源在于粮食、蔬菜和猪肉的周期性供给波动。尽管任何的货币紧缩都不能帮助母猪生小猪，但是货币派们照样一次又一次地选择在母猪大批生完小猪、小猪长大、猪肉价格大幅回落的时候，庆贺他们紧缩货币、从而控制猪肉价格(China Pig Price)的光辉业绩，却从来没有人为高利贷泛滥、中小企业倒闭和股市暴跌承担责任。

好在越来越多的中国人开始厌倦了这种来回折腾，甚至玩游戏的人自己也厌倦了在上下一两个百分点的GDP增速和物价波动范围内，一会儿踩刹车，一会儿又踩油门。

然而，这些人放弃了凯恩斯主义的调控之手，却并没有放弃其对中国经济的不良影响：比如，当他们意识到其调控范围越来越窄，甚至玩不下去的时候，他们就宣称经济增速下滑是必然的，甚至是理所当然的。因为按照凯恩斯主义的总需求分析框架，出口不可能长期高速增长，投资也不能长期高速增长、消费还面临着边际消费倾向递减，经济增速回落不是很自然吗？

此时，货币派的也站出来帮着说话，“过去的高增长是印钞票造成的虚假繁荣；印钞票不能长期促进增长，所以中国经济高增长结束了。”

中国经济高增长的时代，真的结束了吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

供给创造财富，新供给创造新需求

事实上，凯恩斯主义的被埋葬，在美国已经是30多年前的事了。尽管二战以后以凯恩斯主义为指导思想的“罗斯福新政”的确对美国经济复苏起到积极作用，但是持续扩张需求而忽视供给能力的增长，终于使得美国经济在20世纪70年代陷于“滞涨”的困境。

在中国，凯恩斯主义的三大假设其实都是不成立的：所谓边际消费倾向递减、边际报酬递减、货币流动性偏好等三大假设只存在于传统经济的传统产业领域，而在任何一次技术革命、产业升级、消费升级、城市化、工业化阶段，尤其对于中国这样的起飞经济而言，新技术、新产业、新需求、新资产结构都会阻止居民消费倾向递减，提高边际报酬，改变货币流动性偏好，推动经济的供给结构和需求结构不断进化，因此用凯恩斯主义“三大定律”来长期看空中国是不正确的。

用投资、出口、消费的总需求的分析框架看空中国同样是错误的，从本质意义上讲，需求仅仅是价值实现的条件，供给——创造财富的能力，才是经济增长的源泉。确切地说，制度、人口、技术、资本、资源等五大财富源泉才是经济增长的根本动力。

中国80年代的经济飞速增长，很大程度上都是制度变革的结果。最典型的案例是农村“人民公社”到“联产承包责任制”的改革，在农村总人口、技术水平、耕地面积、资本等其他要素没有明显变化的情况下，仅承包制的改革就带来多少粮食产量的提高？

所以说，制度本身就是财富的源泉，制度变革也是生产力。中国的市场经济体制还不成熟不健全，中国的制度还孕育着巨大的改革空间，那些垄断的、管制的、国有的低效率部门一旦涌进自由市场经济的空气，就如同80年代、90年代改革一样，一定能焕发出巨大的经济活力。

另一个能够支持中国经济长期增长的是人口要素。根据中国当前农村人均产出和城市人均产出比较可以发现，每一个劳动者从农村转移到城市就业，其对GDP的贡献增加5倍以上。那么，城市化率刚刚50%的中国，还将有数亿人口进城市的中国，高增长时代怎么可能结束呢？

再比如资本，中国无论外汇储备还是国内居民和企业储蓄，都让那些发达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国家羡慕。可是我们的这些丰富资本都充分"就业"了吗？为什么作为全球资本最丰富的国家，我国的企业和资本市场却如此的资金紧张？为什么在全球资本最丰富的国家，高利贷泛滥成灾？中国的金融系统到底是在储蓄者和企业之间架起了一座桥梁还是挖了一道深深的鸿沟？中国的金融自由化和资本要素的解放，将带来多么巨大的增长潜力？

当然还有技术引进和技术创新。无论是全球技术向中国的转移，还是中国自主创新的技术进步，都还有巨大的空间，能够推动中国经济持续高速增长。

最后是土地和资源，中国不仅可以通过贸易的方式解决资源投入的问题，而且更面临着软财富时代的巨大机遇。农业生态财富的创造受制于耕地资源限制，工业硬财富的创造也面临着地球资源的约束，而以信息产品、知识产品、金融产品为载体的软财富创造却不受任何资源约束，只依赖于人的思维创造。类似于微软、苹果、Facebook这样的财富创造难道还会受到土地和地球资源的约束吗？

可见，如果能够把眼光从短期需求移开，分析一下供给层面，就会对未来中国经济增长的潜力充满信心。事实上，连凯恩斯本人都知道，他的理论只适合短期经济周期分析，而不适合长期。当有人用长期问题来质问凯恩斯的时候，他幽默地并有些偏执地说："长期？长期人们都死了。"所以，对于那些用凯恩斯主义三大需求来分析中国长期增长的观点，连凯恩斯本人都会反对。

历史表明，任何一个国家的长期持续经济增长动力均来自于供给端的革命性突破，而绝非现有经济结构下的总需求管理。200年前人们对一匹更快的马的需求或许是有限的，殊不知汽车的诞生又能够创造多少交通运输的新需求？在乔布斯创造了风靡全球的苹果手机之前，这个世界对此类电子产品的需求原本是不存在的。如今每天离不开新浪微博或微信的中国人，他们在两年前对新浪微博或腾讯微信的需求也是不存在的。凯恩斯主义的总需求分析框架，仅仅看到老的产品需求不足而看不到新供给能够创造新需求，不是很可悲吗？

新供给主义——让财富的源泉充分涌流

在几百年的经济学史上，所有长期增长理论都是围绕供给层面展开，比如亚当·斯密的增长理论重点在于研究制度和社会分工的作用，熊彼特的增长理论重点在于制度和技术的创新，库兹涅兹的增长理论重点在于研究投入和产出的效率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国过去30多年的经济高速增长也是以上三种增长模式的综合体现，其中80年代的制度改革开启了中国经济的“斯密增长”时代，而90年代以后更多的是持续的人力、资源、资本、技术投入所换来的“库兹涅茨增长”。展望未来，原有的库兹涅兹增长模式仍然能够延续，而且中国将进入新的“熊彼特增长阶段”，包括技术和制度的破坏性创新（Discruptive Creation）都将成为经济增长的动力。此外，通过进一步深化改革，重启“斯密增长”，更须从刺激新的有效供给着手，让一切创造财富的源泉充分涌流。

当然，重视供给、重视改革、重视释放经济增长的财富源泉，不要随意踩刹车或者油门，并不代表政府在经济上不作为。从这个角度讲，新供给主义不仅区别于新自由主义，也区别于早期供给学派或70年代美国传统供给学派。

自由主义和早期供给主义都相信“萨伊定律”——供给创造自己的需求，认为人们在向社会提供商品的过程中自然会创造出多方面的需求，在信用货币制度下，不会出现购买力不足而发生商品过剩或需求不足的问题，因此经济不需要人为干预。

诞生于70年代末的美国传统供给学派代表人物是芒德尔、拉弗、万尼斯基，以及肯普、罗伯茨等人，他们认为，在供给和需求的关系上，供给居于首要的决定性的地位；决定经济长期增长潜力的是供给而非需求，产出的增长最终取决于劳动力和资本等生产要素的供给和有效利用；经济研究的首要任务应当是研究如何促进生产、增加供给。

与早期供给学派不同的是，传统供给学派并不认为经济完全不需要干预，而是认为干预的重点是在于供给方面，而非需求方面，具体地说，就是通过财政政策，强化对生产活动的刺激和支持。当然，由于供给学派认为企业家精神和自由市场是创造财富的关键因素，所以其提出的干预措施同自由主义比较接近，比如反对垄断、支持解除各种管制、主张经济的民营化和自由化。

以拉弗曲线为代表的供给学派理论重点研究了税收对经济主体的影响，认为减税特别是降低边际税率能够刺激生产增长，并且能够抑制物价上涨。他们甚至认为降低税率后政府税收长期反而会增加。为了推动减税，他们宣称无论是公共支出还是转移支付，都会效率低下，浪费资源，甚至阻碍生产。

带领美国经济在80年代走出危机的里根总统，采纳了供给学派的主张（同时还有货币派的控制货币供给主张），唤醒了经济内在的巨大增长潜力，促进了就业，成功引领美国经济走出了“滞涨”的泥淖。重振英国经济的撒切尔主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

义也在刺激生产方面几乎完全采纳了供给学派的政策主张。在中国，从计划经济体制中脱胎出来的邓小平经济思想，坚持经济体制改革和对外开放，逐步推进经济上的自由化和市场化，其采取的承包制等刺激生产措施与供给学派殊途同归。

而建立在软价值论、软财富论理论基础上的新供给主义，着重于从财富创造源泉的角度挖掘经济增长的长期动力[参见《新财富论》(2006),《财富的觉醒》(2009)]。

新供给主义认为，农业生态财富的源泉受制于地球表层生态环境、动植物生长规律、人们的生理需求等约束，其增长前景是有限的；同时认为工业硬财富源泉因为受到地球非生态资源和人们的需求限制，其增长前景也是有限的；只有知识产品、信息产品、金融产品为代表的软财富增长空间是无限的。

新供给主义认为，在农业生态财富和工业硬财富的领域，无视供给和需求约束，盲目扩张生产必然造成产能过剩、资源浪费、环境不可持续等问题，只有大力发展软财富，增加新产品供给，才能不断优化供给结构、创造新需求，引导经济进入供给、就业、需求、创新互相促进、不断优化的良性循环。

新供给主义还认为，传统硬财富由于产能过剩一般不存在恶性价格上涨的可能，只有食品价格会因为供给冲击而周期性地上涨，因而，控制物价的本质手段不应该是紧缩货币，而应该是增加新供给，包括食品供给、硬财富中的新产品供给、软财富供给，这样既可以平抑物价，又可以促进经济增长，还可以推动经济结构调整，宏观政策两难矛盾彻底消除。

新供给主义主张大规模减税并优化财政开支，反对扩大低效率的财政支出，但是不支持无限度地夸大减税的效应——无论是财政支出还是减税，都应该重点支持新产业、软财富。

与传统供给学派一样，新供给学派主张破除垄断与管制，认为中国急需进行新一轮类似90年代末期的大力度的国企改革，彻底释放被僵化体制长期压抑的增长活力。而搞活国企的本质手段是产权的民营化，只有民营企业才是市场经济体系中最活跃的财富创造主体。新供给学派认为人口也是财富的源泉，这就要求政府进一步提高人口质量，促进人口流动，从控制人口数量转移到提高人口素质和劳动效率的道路上来，并主张逐步放开户籍制度，促进劳动力不断从农村转移到城市。

多年来，在凯恩斯主义和货币派的交替误导下，中国经济已经积累了很多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

深层次的问题，如果继续按照老套路一脚油门一脚刹车踩下去，中国经济原本良好的经济就可能错失良好的发展机遇。

我们此时提出新供给主义，希望更多人从财富源泉的层次看到中国长期增长的潜力；希望政府放弃短周期管理，着眼于解决经济运行中的中长期问题；我们反对完全的自由主义，主张政府刺激新供给、创造新需求；我们支持政府不遗余力地推动放松垄断、放松管制的进程，推进经济自由化、产权民营化；我们认为中国必须尽快压缩并严格限制政府支出，尽快从结构性减税过渡到大规模减税；我们相信，只要能够尽快启动经济体制和政治体制改革，让一切创造财富的源泉充分涌流，中国经济完全可以长期可持续高速增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附 录

[1] 《中国经济发展需要新动力》发表于2008年10月13日《中国证券报》。

[2] 《中国经济面临“中等收入陷阱”挑战》发表于2008年12月15日《中国证券报》。

[3] 《从“库兹涅兹增长”到“熊彼特增长”》发表于2009年1月《中国企业家》。

[4] 《中国硬财富vs美国软财富》发表于2009年2月11日《中国证券报》。

[5] 《告别凯恩斯主义经济增长，需要制度与技术创新》发表于2009年2月28日《21世纪经济报道》，原文题目《回归财富本源，经济增长需要制度与技术创新》。

[6] 原汇报材料题目为《政策转型，战略转向》，中国证券报编者将题目改为《适时转向供给管理》，2011年10月19日发表。

[7] 《慎用货币政策，治理本轮通胀》发表于2008年7月9日《中国证券报》。

[8] 《勿患泡沫，勿忧通胀勿，勿信货币派》发表于2009年8月11日《21世纪经济报道》。

[9] 《加快推进中国利率市场化改革》本文为2011年10月接受《理论周刊》专访的采访稿整理，发表于2011年10月24日《金融时报》，对话整理姜欣欣。

[10] 《经济触底通缩与资产泡沫》并存发表于2009年3月2日《中国证券报》。

[11] 《见底快回升慢“保八”仍有望》发表于2009年5月20日《中国证券报》。

[12] 《双轮驱动，U型增长》在上海锦江汤臣洲际大酒店举办“2009年中期投资报告会”上的演讲，2009年7月10日，金融界网站记录整理。

[13] 《三大不稳定因素影响2010年经济》发表于2009年12月16日《中国证券报》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[14] 《“M”头若隐若现 加息慎之又慎》发表于2010年4月20日《中国证券报》。

[15] 《世界经济不会“二次探底”》发表于2010年9月14日《金融时报》。

[16] 《两币危机交替出现，全球继续为欧美埋单》发表于2011年1月《中国企业家》年刊。

[17] 《“稳健”协奏曲之下，2011年中国经济将实现“软着陆”》发表于2011年2月21日《金融时报》。

[18] 《用好“三把斧”，驱散经济阴霾》发表于2011年12月21日《中国证券报》。

[19] 《过剩经济通胀不是主要矛盾，应更多关注核心CPI》发表于2010年8月3日《证券时报》的《过剩经济无通胀，关注核心CPI》，合作者郝大明、张磊。原文较长，因此节选了部分内容，删除了对当时具体时段的货币和短期CPI计算等内容。

[20] 《货币政策有三种可选组合》发表于2010年10月18日《中国证券报》，原文题目为《不加息+升值+控信贷解码短期货币政策》。

[21] 《认清通胀特点，增强政策针对性》发表于2010年12月6日《中国证券报》，原文题目为《认清通胀特点，尽快推出核心CPI》。

[22] 《劳动力成本上升对物价影响有限》发表于2011年2月10日《中国证券报》，合作者郝大明。

[23] 《不可高估输入型通胀压力》发表于2011年2月17日《中国证券报》，合作者张磊。

[24] 《调控通胀，管好食品价格是关键》参见2011年2月28日《中国证券报》，以及2011年4月18日《金融时报》对话《调控通胀关键在于管好食品价格与货币投放》。

[25] 中国货币流向对物价和资产价格的影响及预测》发表于2011年6月2日《中国证券报》，合作者李少君。

[26] 《中国要克服对通胀的恐惧》发表于2011年6月2日《投资者报》。

[27] 《目前处通胀末期，应尽快下调存款准备金》发表于2011年11月14日《第一财经日报》，原文题目《目前处通胀末期，未雨绸缪应看好A股》。记者刘田。

[28] 《美元汇率反转进入升值周期》发表于2008年8月29日《上海证券报》。

[29] 《美国金融“生病”，中国无须“吃药”》发表于2008年10月13日《中国经济周刊》。

[30] 《2015年：从贸易顺差到贸易逆差》本文发表于2010年11月16日《中国证券报》，合作者包括郝大明、钟正生、张磊、张琢等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[31] 《以升值治理内外失衡》发表于2011年5月20日《中国证券报》。

[32] 《微观主体资金紧张的宏观根源》发表于2011年08月01日《资本市场》。

[33] 《全球股市五年牛市的终结》发表于2008年02月23日《21世纪经济报道》。

[34] 《市场失灵 政府应有所作为》发表于2008年06月19日，新浪财经，删除了部分口语化内容，以及部分在采访中前后重复的内容。

[35] 《调动社会资源，稳定证券市场——设立大小非稳定基金》发表于2008年10月7日《中国证券报》。

[36] 《中国需要多元化的投资理念》本文是根据本人2008年专题研究报告《暴涨-暴跌模型vs正确的投资理念》的前部分内容整理而成。

[37] 《中国股市的暴涨暴跌模型》根据本人2008年研究课题《暴涨暴跌模型VS正确的投资理念》后半部分整理，王国平、刘哲参与了部分研究工作。

[38] 《次贷危机的启示：救市宜早不宜迟》发表于2008年11月13日《上海证券报》，原文题目《政府应四千亿救股市，救市宜早不宜迟》。

[39] 《发展中国外币资本市场，实现多重国家战略目标》发表于2011年2月5日《价值中国》等，对原文贸易顺差的假设重新做了修正。

[40] 《股市政策应成为宏观政策重要内容》发表于2011年3月9日《上海证券报》。

[41] 《大宗商品价格将继续下跌》发表于2008年08月25日《中国证券报》。

[42] 《三论人民币和黄金是全球最有升值潜力资产》发表于2010年6月29日《中国证券报》，发表时题目被中证报编辑改为《国际储备资产调整潮推高金价》。

[43] 《房价回调是维护经济全局利益的迫切要求》发表于2010年9月9日《中国证券报》，发表标题被编辑改为《房价从，经济兴》。

[44] 《政策合力将推动房价短期调整》发表于2010年12月6日《金融时报》。

[45] 《中国经济：复苏延迟vsL型增长》发表于2012年9月20日和讯网，发表题目为《中国经济高增长能持续10年以上》。

[46] 《破除股市偏见》本文是笔者在新浪财经举办的“寻找中国股市振兴方略”高峰论坛上的发言稿整理而成，发表于2012年9月25日《新浪财经》。

[47] 《新一轮黄金牛市开启，一年内望突破2000美元》发表于2012年9月19日《中国证券报》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自从改革开放之后的1980年代中期引入西方宏观经济理论以来，虽然为中国经济平稳健康发展做出了贡献，但是也同样存在因过度重视周期管理从而忽视了拓宽财富源泉的深层次问题。滕泰博士从多年参与宏观经济预测和政策建议的实践角度出发，提出中国需要“新供给主义”或“新邓小平主义”的制度改革措施，使中国经济成长立足于内生的“熊彼特增长”和“斯密增长”，值得读者思考。

——华生 燕京华侨大学校长、著名经济学家

滕泰博士是少壮派经济学家中的佼佼者，他对宏观经济和金融市场的研究有着历史的深度和全球的广度，对中国宏观经济周期、人民币汇率和黄金价格精准做出的预测在本书中都有案可考，已得到了很好的检验。他对物价的预测分析有独树一帜的理论与实证研究，相关成果无论对学术研究还是政策参考都极具现实意义。本书中有其对经济周期预测的得失体会，也包括了他本人对凯恩斯主义的反思，其提出的 “新供给学派”的学术创新思想，以及对未来不同金融市场的展望，都很值得一读。

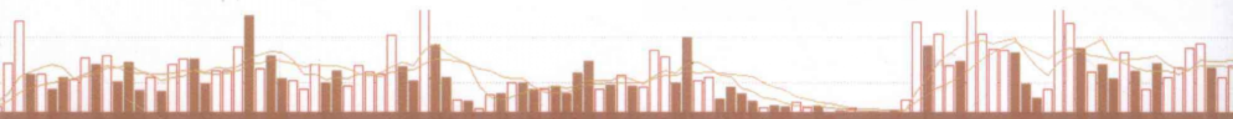
—— 贾康 财政部财政科学研究所所长

无论宏观经济还是资本市场，分析容易，但预测趋势却很难。表面上，经济周期周而复始，复苏、繁荣、衰退到萧条，似乎象正弦函数曲线那样围绕潜在增长率波动，可具体到每一周期相比共性，经济和资本市场却有更多的特质表现。《大周期》一书，运用各个学派的经济学理论和中外近几个经济周期的案例，从中提炼出了若干分析、预测未来中国经济和资本市场的独特视角，读一读，你会发现视角不同，收获不同。

——范剑平 国家信息中心预测部主任

在当前的环境下，经得起检验的金融研究，需要立足金融市场的实践、需要有开放的视野、需要有横跨宏观政策到微观操作的驾驭能力，滕泰博士的《大周期》这本书集中体现了他在这些方面的积极探索，以及取得的一系列成果。

——巴曙松 国务院发展研究中心金融研究所研究员
博士生导师、中国银行业协会首席经济学家



上架建议：经济预测

ISBN 978-7-212-06028-2



定价：42.00元



时代·财经
TIMES FINANCE